

ความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดที่มีต่อมูลค่าตามราคาตลาดและ
อัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียน
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

**THE RELATIONSHIP OF CASH FLOW ON MARKET
CAPITALIZATION AND DIVIDEND YIELD
OF LISTED COMPANIES IN THE STOCK
EXCHANGE OF THAILAND**

นันทิกานต์ พวงบุบผา

NANTIKARN PHUANGBUBPA

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

บัญชีมหาบัณฑิต คณะบัญชี

มหาวิทยาลัยศรีปทุม

ปีการศึกษา 2562

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยศรีปทุม

**THE RELATIONSHIP OF CASH FLOW ON MARKET
CAPITALIZATION AND DIVIDEND YIELD
OF LISTED COMPANIES IN THE STOCK
EXCHANGE OF THAILAND**

NANTIKARN PHUANGBUBPA

**INDEPENDENT STUDY SUBMITTED IN PARTIAL FULFILLMENT
OF THE REQUIREMENTS FOR THE DEGREE OF
MASTER OF ACCOUNTANCY SCHOOL OF ACCOUNTANCY
SRIPATUM UNIVERSITY
ACADEMIC YEAR 2019
COPYRIGHT OF SRIPATUM UNIVERSITY**

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ

ความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดที่มีต่อมูลค่าตามราคาตลาดและอัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

THE RELATIONSHIP OF CASH FLOW ON MARKET CAPITALIZATION AND DIVIDEND YIELD OF LISTED COMPANIES IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND

นักศึกษา

นันทิกานต์ พวงบุบผารหัส 62502841

หลักสูตร

บัญชีมหาบัณฑิต

คณะ

บัญชี


อาจารย์ที่ปรึกษาการศึกษาค้นคว้าอิสระ

ดร.ประเวศ เพ็ญวุฒิกุล

คณะกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ


..... ประธานกรรมการ
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.สมบูรณ์ สาระพัค)


..... กรรมการ
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.จิตาภรณ์ สินจรูญศักดิ์)


..... กรรมการ
(ดร.ประเวศ เพ็ญวุฒิกุล)

คณะบัญชี มหาวิทยาลัยศรีปทุม อนุมัติให้นับการศึกษาค้นคว้าอิสระ ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต

คณบดีคณะบัญชี





(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.จิตาภรณ์ สินจรูญศักดิ์)

วันที่ 25 เดือน สิงหาคม พ.ศ. 2563

หัวข้อการศึกษาค้นคว้าอิสระ	ความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดที่มีต่อมูลค่าตามราคาตลาดและอัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
คำสำคัญ	กระแสเงินสด/ ความผันผวนของกระแสเงินสด/ มูลค่าตามราคาตลาด/ อัตราเงินปันผลตอบแทน
นักศึกษา	นันท์กานต์ พวงบุบผา รหัส 62502841
อาจารย์ที่ปรึกษาการศึกษาค้นคว้าอิสระ	ดร.ประเวศ เพ็ญอุทัยกุล
หลักสูตร	บัญชีมหาบัณฑิต
คณะ	บัญชี มหาวิทยาลัยศรีปทุม
ปีการศึกษา	2562

บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดที่มีต่อมูลค่าตามราคาตลาดและอัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งทำการวิจัยเชิงประจักษ์ โดยใช้กลุ่มตัวอย่างของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปี พ.ศ. 2559 - 2561 จากฐานข้อมูล SETSMART โดยยกเว้น บริษัทที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจการเงิน และบริษัทที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูผลการดำเนินงาน ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาทั้งสิ้นรวม 456 บริษัท โดยทำการวิเคราะห์ค่าสถิติเชิงพรรณนา ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สันและวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุเพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

ผลการศึกษาพบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับมูลค่าตามราคาตลาด กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนมีความสัมพันธ์ในทิศทางลบกับมูลค่าตามราคาตลาด นอกจากนี้ยังพบว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับอัตราเงินปันผลตอบแทน ส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน และความผันผวนของกระแสเงินสด กลับพบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางลบกับอัตราเงินปันผลตอบแทน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

กิตติกรรมประกาศ

การศึกษาค้นคว้าอิสระฉบับนี้ สำเร็จสมบูรณ์ได้ด้วยความเมตตากรุณาอย่างสูงจากผู้มีพระคุณหลายท่าน อาทิ เช่น ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.จิตาภรณ์ สีนจรรยาศักดิ์ คณบดีคณะบัญชี ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.สมบูรณ์ สารพัด ประธานกรรมการค้นคว้าอิสระ ดร.ประเวศ เพ็ญวุฒิกุล กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ ดร.ชลิต ผลอินทร์หอม ผู้ช่วยผู้อำนวยการหลักสูตร บัญชีมหาบัณฑิต ที่ได้กรุณาให้คำปรึกษา คำแนะนำ ตรวจสอบ แก้ไข ตลอดจนชี้แนะแนวทาง เพื่อให้การศึกษาค้นคว้าอิสระครั้งนี้มีความถูกต้อง ครบถ้วนของข้อมูลค้นคว้าอิสระในครั้งนี ผู้ศึกษาขอกราบขอบพระคุณเป็นอย่างสูง

ขอขอบพระคุณ นางสาวเพ็ญพระพักตร์ มานะปรีชาดีเลิศ ที่คอยช่วยเหลือให้คำแนะนำ และแบ่งปันประสบการณ์ ช่วยกันคิดและแก้ไขปัญหาต่าง ๆ รวมไปถึงขอขอบคุณเพื่อน ๆ หลักสูตร บัญชีมหาบัณฑิตทุกท่านที่คอยช่วยเหลือ ให้คำแนะนำ ช่วยกันคิดและแก้ไขปัญหาต่าง ๆ ในการจัดทำ รายงานการศึกษาค้นคว้าอิสระฉบับนี้จนสำเร็จเป็นที่เรียบร้อย

ผู้ศึกษาขอขอบพระคุณ ผู้เขียนตำรา เอกสาร บทความต่าง ๆ ทั้งในและต่างประเทศที่ได้ศึกษาค้นคว้า และอ้างอิง เพื่อดำเนินการศึกษาค้นคว้าอิสระครั้งนี้ รวมถึงขอขอบคุณครอบครัว เพื่อนร่วมรุ่น และรุ่นพี่ทุกคน ที่คอยให้กำลังใจ เพื่อให้ผู้ศึกษาได้ทุ่มเท และมุ่งมั่นจนการศึกษาค้นคว้าอิสระครั้งนี้สำเร็จ

ท้ายนี้ ผู้ศึกษาหวังเป็นอย่างยิ่งว่าการวิจัยครั้งนี้จะเป็นประโยชน์ไม่มากนักน้อยต่อผู้ที่ต้องการ ศึกษาความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดที่มีต่อมูลค่าตามราคาตลาดและอัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และผู้ที่ศึกษาค้นคว้าต่อไป

นันทิกานต์ พวงบุบผา

สิงหาคม 2563

สารบัญ

บทคัดย่อภาษาไทย.....	I
กิตติกรรมประกาศ.....	II
สารบัญ.....	III
สารบัญตาราง.....	V
สารบัญภาพ.....	VI
บทที่	หน้า
1 บทนำ.....	1
1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา.....	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย.....	4
1.3 กรอบแนวคิดในการวิจัย.....	5
1.4 สมมติฐานของการวิจัย.....	5
1.5 ขอบเขตของการวิจัย.....	6
1.6 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	7
1.7 นิยามศัพท์.....	8
2 แนวคิด ทฤษฎี และผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	11
2.1 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง.....	11
2.1.1 แนวคิดเกี่ยวกับกระแสเงินสด.....	11
2.1.2 แนวคิดเกี่ยวกับมูลค่าตามราคาตลาด.....	16
2.1.3 แนวคิดเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผล.....	18
2.1.4 ทฤษฎีการบริหารความเสี่ยงขององค์กร (Corporate Risk Management Theory).....	20
2.1.5 ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory).....	24
2.1.6 ทฤษฎีสสมมติฐานของตลาดที่มีประสิทธิภาพ.....	26
2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	27
2.2.1 การทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวกับมูลค่าตามราคาตลาด.....	27
2.2.2 การทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวกับอัตราเงินปันผลตอบแทน.....	32

สารบัญ (ต่อ)

บทที่	หน้า
3 ระเบียบวิธีการวิจัย.....	53
3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง.....	54
3.2 เครื่องมือที่ใช้ในการเก็บรวบรวมข้อมูล.....	55
3.3 การเก็บรวบรวมข้อมูล.....	58
3.4 สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล.....	59
4 ผลการวิเคราะห์ข้อมูล.....	66
4.1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics).....	66
4.2 การวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ (Correlation Analysis).....	68
4.3 การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis).....	70
4.3.1 การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดกับมูลค่าตามราคา ตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.....	70
4.3.1 การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดกับอัตราเงินปันผล ตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย...	72
5 สรุปผลการวิจัย อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ.....	77
5.1 สรุปผลการวิจัย.....	77
5.1.1 ความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดกับมูลค่าตามราคาตลาด.....	78
5.1.2 ความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดกับอัตราเงินปันผลตอบแทน.....	78
5.2 อภิปรายผลการวิจัย.....	78
5.3 ข้อจำกัดของการวิจัย.....	83
5.4 ข้อเสนอแนะ.....	83
บรรณานุกรม.....	84
ภาคผนวก.....	91
ภาคผนวก ก ผลการทดสอบค่าสถิติ.....	92
ประวัติผู้วิจัย.....	94

สารบัญตาราง

ตาราง	หน้า
1 สรุปการทบทวนวรรณกรรม.....	41
2 ประชากรที่ใช้ในการวิจัย.....	54
3 ตัวแปรตามและการวัดค่าตัวแปร.....	55
4 ตัวแปรอิสระและการวัดค่าตัวแปร.....	57
5 ตัวแปรควบคุมและการวัดค่าตัวแปร.....	58
6 ค่าสถิติพื้นฐานของข้อมูลจากกลุ่มตัวอย่าง.....	66
7 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร (Pearson's Correlation Coefficient).....	69
8 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดกับมูลค่าตามราคาตลาด.....	70
9 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดกับอัตราเงินปันผลตอบแทน.....	73
10 ผลสรุปการทดสอบสมมติฐานของงานวิจัย.....	75

สารบัญภาพ

ภาพประกอบที่	หน้า
1 กรอบแนวคิดในการวิจัย.....	5

บทที่ 1

บทนำ

1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Stock Exchange of Thailand : SET) เป็นศูนย์กลางการระดมทุนในการซื้อขายหลักทรัพย์จดทะเบียนทั้งในประเทศและต่างประเทศ ซึ่งจุดมุ่งหมายของกิจการต่าง ๆ เพื่อต้องการสร้างความมั่นคงให้แก่กิจการและต้องการหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าตลาด (Market Value) สูง ซึ่งนักลงทุนต่างใช้เป็นข้อมูลพื้นฐานประกอบการตัดสินใจลงทุน แต่อย่างไรก็ตามการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ถึงแม้ว่าบริษัทที่มีมูลค่าตลาด (Market Value) สูงก็ย่อมมีความเสี่ยง (Risk) สูงเช่นเดียวกัน ดังนั้นนักลงทุนจะต้องพิจารณาจากข้อมูลหลายๆ แหล่งที่มาประกอบการตัดสินใจ (อภิศักดิ์ เกียรติสุขนธ์, สายทิพย์ จะโนภาย, ดวงฤทัย ณ นครพนม และนิภาภัทร แสนอุบล, 2560) พฤติกรรมของนักลงทุนในตลาดนั้นมีหลากหลายมากมาย มีทั้งนักลงทุนที่คาดหวังผลตอบแทนจากการลงทุนในระยะสั้นจากการเปลี่ยนแปลงขึ้นลงของราคาหลักทรัพย์ และมีนักลงทุนที่มีความคาดหวังผลตอบแทนจากการลงทุนในระยะยาวที่ให้ความสนใจทั้งผลตอบแทนจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์และผลตอบแทนในรูปแบบของเงินปันผล ซึ่งการลงทุนในระยะยาวนั้นกำลังได้รับความสนใจจากนักลงทุน โดยนักลงทุนจะมุ่งเน้นโดยการมองหาหลักทรัพย์ที่มีแนวโน้มการเติบโตในอนาคตเพื่อเข้าซื้อและหวังผลตอบแทนจากเงินปันผลอันเกิดจากการเติบโตของกิจการ ทั้งนี้ปัจจัยที่นักลงทุนใช้ในการเลือกหลักทรัพย์นั้นมีอยู่ด้วยกันหลายปัจจัย เช่นกำไรต่อหุ้น (Earnings Per Share : EPS) , อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (Return On Equity : ROE) ผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น อัตราส่วนระหว่างราคาหุ้นปัจจุบันเทียบกับกำไรต่อหุ้น (Price To Earnings Ratio : P/E) และมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) หากพูดถึงการลงทุนในระยะยาวที่มีความคาดหวังในเงินปันผลด้วยแล้วนั้น ถือเป็นปัจจัยที่เป็นที่นิยมและตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Stock Exchange Thailand : SET) ได้มีการจัดอันดับไว้นั้นคือ มูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization : Market Cap) ซึ่งที่มาของมูลค่าตามราคาตลาดนั้นคำนวณจากราคาหลักทรัพย์คูณกับจำนวนหุ้นจดทะเบียนทั้งหมด มูลค่าตามราคาตลาดจะช่วยแสดงถึงศักยภาพในการเติบโตหรือความเสี่ยงของแต่ละบริษัทได้ โดยที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้มีเกณฑ์

การแบ่งหลักทรัพย์ตามการจัดเรียงตามขนาดของมูลค่าตามราคาตลาดของหลักทรัพย์ โดยมูลค่าตามราคาตลาดหลักทรัพย์แบ่งออกเป็น SET Large Cap, SET Mid Cap, SET Small Cap. นอกจากนี้ยังมีแนวคิดที่ว่าบริษัทที่ต้องการขยายกิจการหรือสินทรัพย์นั้นจะมีการเก็บสะสมเงินสดและการใช้จ่ายโครงการสำหรับโครงการในอนาคต จะส่งผลให้กำไรสุทธิและเงินปันผลลดลง และจากมุมมองนักลงทุนมีการคาดการณ์และทัศนคติเกี่ยวกับหลักทรัพย์ที่มีการจัดแบ่งโดยมูลค่าตามราคาตลาดว่า หลักทรัพย์ในกลุ่ม Small Cap จะเติบโตสูงกว่าหลักทรัพย์ในกลุ่ม Large Cap ที่มีอัตราการเติบโตที่ต่ำกว่าแต่การจ่ายเงินปันผลสูงกว่าซึ่งมีความสอดคล้องกับแนวคิดนโยบายการจ่ายเงินปันผลของนักลงทุน (กาญจน์ อุดมผล, 2560)

นับตั้งแต่ปี 2555 เป็นต้นมาเศรษฐกิจไทยขยายตัวไม่เกินร้อยละ 4 สาเหตุหลักมาจากการส่งออกสินค้าที่เผชิญปัญหาเชิงโครงสร้างทั้งจากปัจจัยภายในและภายนอกประเทศ แม้ว่าในระยะหลังเศรษฐกิจไทยเริ่มกลับมาขยายตัวดีขึ้นเป็นลำดับ แต่ผลกระทบของสงครามทางการค้า (Trade War) ระหว่างสหรัฐอเมริกาและจีน ซึ่งเริ่มเห็นผลชัดเจนขึ้นในปี 2562 ยังเป็นปัจจัยสำคัญที่กดดันภาคการส่งออกของไทย (ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2562) ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นศูนย์กลางในการซื้อขายและแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์จดทะเบียนประเภทต่าง ๆ ให้นักลงทุนสามารถเปลี่ยนหลักทรัพย์จดทะเบียนเป็นเงินสดได้ภายในเวลาที่ต้องการ และราคาที่เหมาะสมตามการทำงานของกลไกราคา โดยนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะมีโอกาสได้รับผลตอบแทนจากการลงทุน เช่น กำไรจากการซื้อขายหลักทรัพย์เงินปันผล การลงทุนในตลาดหุ้นไทยช่วงครึ่งหลังของปี 2561 เข้าสู่จุดวิกฤติ (Critical Point) เพราะยังไม่มีสัญญาณที่บ่งชี้ได้อย่างชัดเจนว่าภาพรวมการซื้อขายจะยังคงอยู่ในตลาดกระทิง (Bull Market) ต่อไปหรือเตรียมเข้าสู่ตลาดขาลง (Bear Market) อย่างแท้จริงในระยะข้างหน้า เนื่องจากเศรษฐกิจโลกได้เข้าสู่ช่วง Late Cycle เงินเฟ้อมีแนวโน้มปรับเพิ่มขึ้นตามราคาน้ำมันและค่าจ้างที่คาดว่าจะเร่งตัวขึ้นจากตลาดแรงงานที่ตึงตัว (กมสร ประกอบผล, 2561) ท่ามกลางการเปลี่ยนแปลงของเศรษฐกิจและสังคม การลงทุนในหลักทรัพย์ถือเป็นสิ่งที่นักลงทุนให้ความสนใจและเป็นที่ยอมรับมากในปัจจุบัน ซึ่งนักลงทุนต่างจำเป็นต้องใช้ข้อมูลเพื่อวิเคราะห์ถึงโอกาสและความเสี่ยงที่นักลงทุนต้องเผชิญ โดยผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์โดยทั่วไปมี 2 รูปแบบ คือ เงินปันผลและกำไรจากการซื้อขายหลักทรัพย์ ราคาของหลักทรัพย์ขึ้นอยู่กับปัจจัยทั้งภายในบริษัท เช่น ผลประกอบการ และปัจจัยภายนอก เช่น เงินลงทุนจากต่างประเทศที่ก่อให้เกิดกระแสคำสั่งซื้อหลักทรัพย์ ที่อาจเกิดจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยหรือสภาพการลงทุนในต่างประเทศ ข้อมูลที่ได้จากงบการเงินจึงเป็นข้อมูลที่ให้ข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทเพื่อให้นักลงทุนใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน การตัดสินใจของนักลงทุนใช้ข้อมูลเกี่ยวกับความคาดหวังของผลประกอบการและกระแสเงินสดที่บริษัทจะ

ก่อให้เกิดรายได้ ดังนั้นนักลงทุนจะใช้ข้อมูลตั้งต้นจากข้อมูลในงบการเงินและข้อมูลจากแหล่งอื่นที่เกี่ยวข้อง งบการเงินให้ข้อมูลเกี่ยวกับฐานะการเงิน ผลประกอบการ และการเปลี่ยนแปลงฐานะการเงิน โดยเฉพาะในส่วนของเงินสดที่เกิดขึ้นแล้วในอดีต จึงเป็นข้อมูลนำเข้าไปที่สำคัญแหล่งหนึ่งที่จะช่วยเป็นจุดเริ่มต้นในการสร้างความคาดหวังจากแนวโน้มที่นักลงทุนสังเกตได้โดยวิเคราะห์ไปพร้อมกับข้อมูลพยากรณ์สภาพการแข่งขันและศักยภาพของธุรกิจ (วิศรุต ศรีบุญนาค, 2556)

กระแสเงินสดเป็นสิ่งบ่งชี้ที่สำคัญของนักลงทุน โดยให้ข้อมูลเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงของเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดของบริษัทซึ่งเป็นประโยชน์ต่อการประเมินความสามารถของผู้บริหาร (Managerial Ability) ในการบริหารจัดการเงินสดรวมถึงชี้ให้เห็นถึงสภาพคล่องของบริษัทที่ผ่านมา (Backward Looking Information) นักลงทุนยังสามารถใช้ข้อมูลของกระแสเงินสดในการพยากรณ์สภาพคล่องของบริษัทในอนาคต (Forward Looking Information) เพื่อเป็นเครื่องมือในการวิเคราะห์การเติบโตของผลประกอบการอีกด้วย (กรมพัฒนาธุรกิจการค้า, 2560) รายงานทางการเงินของบริษัทเป็นสารสนเทศที่สำคัญในการสื่อสารข้อมูลของบริษัทไปยังนักลงทุน ให้ข้อมูลเกี่ยวกับทรัพยากรที่มีผลต่อการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจเกี่ยวกับฐานะการเงิน (งบแสดงฐานะการเงิน) และผลการดำเนินงาน (งบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จ) แต่อย่างไรก็ตามงบการเงินเหล่านี้จัดทำตามหลักเกณฑ์บัญชีคงค้าง ดังนั้นข้อมูลที่แสดงในงบการเงินนั้นจะไม่ได้เกิดขึ้นเมื่อมีการรับหรือจ่ายเงินสด ผลการดำเนินงานของบริษัทในงบกำไรขาดทุนจึงไม่เพียงพอการตัดสินใจในการลงทุน งบกระแสเงินสดจึงเป็นแหล่งข้อมูลที่สำคัญเนื่องจากให้ข้อมูลถึงแหล่งที่ไปที่มาในกิจกรรมต่าง ๆ เกี่ยวกับเงินสดโดยแสดงให้เห็นว่าการเปลี่ยนแปลงเงินสดในบริษัทมีการได้มาและใช้ไปมากน้อยเพียงใด สะท้อนให้เห็นถึงการเปลี่ยนแปลงเกี่ยวกับเงินสดหรือรายการเทียบเท่าเงินสด (อาทิเช่น เงินฝากธนาคาร เงินลงทุนระยะสั้นที่มีสภาพคล่องสูง) ทำให้เห็นถึงนโยบายเกี่ยวกับการบริหารเงินสดของกิจการ สภาพคล่องทางการเงิน การกู้ยืม การชำระหนี้ การจ่ายเงินปันผล รวมทั้งสามารถบอกถึงการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างทางการเงินเพื่อประเมินความเสี่ยงของบริษัท ตลอดจนการวางแผนการตัดสินใจทางการเงินได้ในอนาคต (กัญญาวิวี ทิพย์ชนะกาญจน์, 2559) งบกระแสเงินสดจึงถือเป็นข้อมูลทางบัญชีที่มีเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนเพื่อใช้ในการประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ โดยสามารถนำไปใช้เป็นแนวทางในการวิเคราะห์งบการเงินและเป็นประโยชน์ต่อผู้บริหารในการวางแผนในการดำเนินงานขององค์กรได้อีกด้วย (เพ็ญนิภา พรหมโคตร และณรงค์นิตย์ จันทร์จรัส, 2560)

ความสำคัญของเงินสดมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานอย่างชัดเจน โดยในการศึกษาต่างประเทศพบว่า ในประเทศอังกฤษบริษัทจดทะเบียนที่มีผลการดำเนินงานที่ดีจะมีการถือครองเงินสดมากกว่าร้อยละ 10.30 ของสินทรัพย์รวม รวมทั้งส่งผลต่อสภาพคล่องของบริษัทในการจ่าย

ชำระหนี้ได้ตรงเวลา สามารถช่วยเพิ่มประสิทธิภาพในการระดมเงินจากภายนอก กระแสเงินสดที่มีอยู่อย่างเพียงพอสามารถเป็นกำแพงในการปกป้องการดำเนินงานธุรกิจสำหรับเหตุการณ์หรือความเสี่ยงที่ไม่คาดคิด รวมทั้งยังสามารถช่วยให้บริษัทดำเนินงานต่อไปได้ในช่วงวิกฤติทางการเงิน (Financial Crisis) และยังพบว่าบริษัทที่มีความผันผวนของกระแสเงินสดในระดับที่สูงมากและส่งผลต่อโอกาสความล้มเหลวทางการเงินอีกด้วย Godfred Adjapong Afrifa (2016) นอกจากนี้งานวิจัยในประเทศไทย ได้มีการศึกษาความสัมพันธ์ของกระแสเงินสด อาทิเช่น ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ธนพรรณม ปัญญาเฟื่อง, 2558)

ด้วยเหตุนี้จึงทำให้ผู้วิจัยมีมุมมองว่าการวิเคราะห์ทั้งกระแสเงินสดเป็นสิ่งสำคัญในการพยากรณ์ผลการดำเนินงานของกิจการ ในการวิจัยครั้งนี้จึงให้ความสำคัญกับกระแสเงินสดทุกกิจกรรม ประกอบด้วย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน รวมทั้งกระแสเงินสดสุทธิและความผันผวนของกระแสเงินสด ยังมีข้อโต้แย้งว่าความผันผวนก่อให้เกิดการสร้างมูลค่าให้กับบริษัทได้หรือไม่โดยงานวิจัยของ Pastor & Stambaugh (2003) พบว่า ความผันผวนของกระแสเงินสดนั้นสามารถสะท้อนถึงโอกาสในการเติบโตของบริษัทในอนาคต นั่นคือ บริษัทที่มีความผันผวนมากยังมีโอกาสในการเติบโตสูง นอกจากนี้พบว่างานวิจัยที่ศึกษาถึงความผันผวนของกระแสเงินสดส่วนใหญ่เป็นประเทศที่พัฒนาแล้ว ส่วนในประเทศไทยยังมีการศึกษาลักษณะนี้เป็นจำนวนไม่มากนัก ผู้วิจัยจึงมีความสนใจที่จะศึกษาเพื่อเป็นข้อมูลต่อนักลงทุนรวมทั้งผู้มีส่วนได้เสียที่เกี่ยวข้องนำไปเพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจในการประเมินมูลค่าทางการตลาดและเงินปันผลตอบแทน

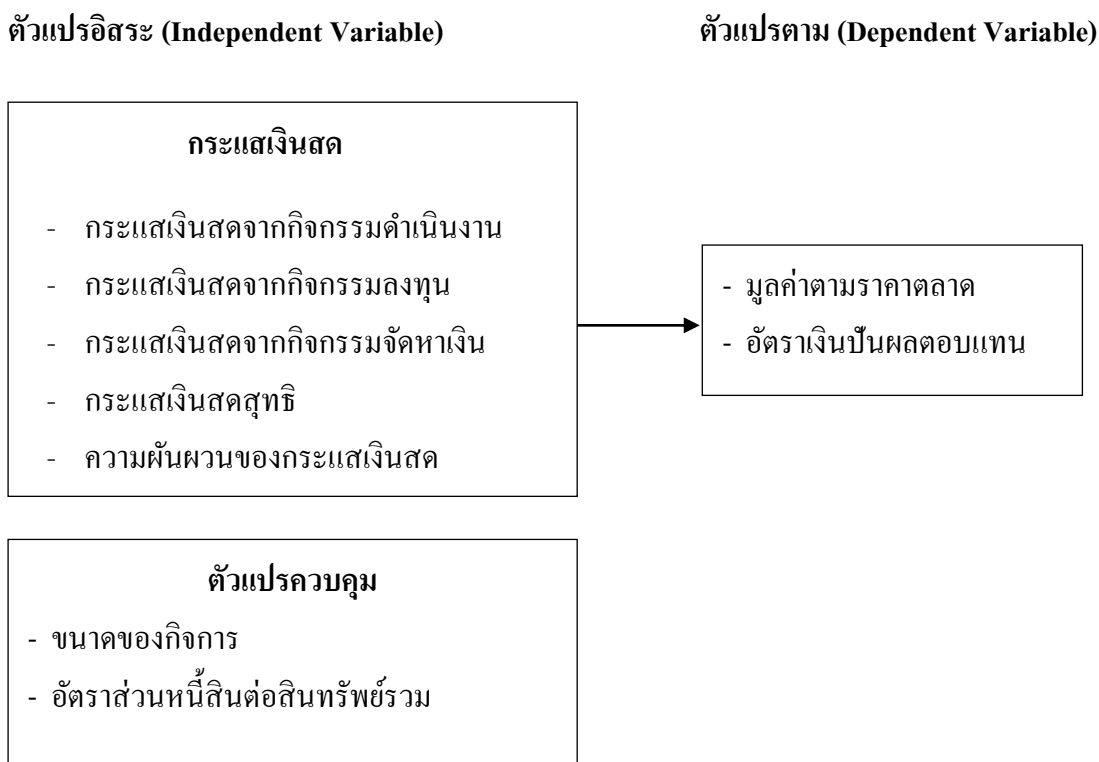
1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

การศึกษานี้ผู้วิจัยศึกษาเรื่อง ความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดที่มีต่อมูลค่าตามราคาตลาดและอัตราเงินปันผลตอบแทนโดยมีวัตถุประสงค์ ดังนี้

1. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดที่มีต่อมูลค่าตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดที่มีต่ออัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.3 กรอบแนวคิดในการวิจัย

ผู้วิจัยได้ทำการทบทวนวรรณกรรมเพื่อนำมาพัฒนากรอบแนวคิดในการวิจัยครั้งนี้ โดยสามารถแสดงได้ดังภาพประกอบที่ 1



ภาพประกอบที่ 1 กรอบแนวคิดในการวิจัย

1.4 สมมติฐานของการวิจัย

จากการทบทวนวรรณกรรม และนำมาพัฒนากรอบแนวคิดการวิจัยดังภาพประกอบที่ 1 ผู้วิจัยจึงตั้งสมมติฐานการวิจัยครั้งนี้ ดังต่อไปนี้

สมมติฐานที่ 1 กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับมูลค่าตามราคาตลาด

สมมติฐานที่ 2 กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนมีความสัมพันธ์กับมูลค่าตามราคาตลาด

สมมติฐานที่ 3 กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์กับมูลค่าตามราคาตลาด

สมมติฐานที่ 4 กระแสเงินสดสุทธิมีความสัมพันธ์กับมูลค่าตามราคาตลาด

สมมติฐานที่ 5 ความผันผวนของกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์กับมูลค่าตามราคาตลาด

สมมติฐานที่ 6 กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับอัตราเงินปันผลตอบแทน

สมมติฐานที่ 7 กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนมีความสัมพันธ์กับอัตราเงินปันผลตอบแทน

สมมติฐานที่ 8 กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์กับอัตราเงินปันผลตอบแทน

สมมติฐานที่ 9 กระแสเงินสดสุทธิมีความสัมพันธ์กับอัตราเงินปันผลตอบแทน

สมมติฐานที่ 10 ความผันผวนของกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์กับอัตราเงินปันผลตอบแทน

1.5 ขอบเขตของการวิจัย

การศึกษาครั้งนี้ ผู้วิจัยได้กำหนดขอบเขตของการวิจัย ดังนี้

1.5.1 ขอบเขตด้านเนื้อหา การวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยมุ่งเน้นในการศึกษากระแสเงินสด มูลค่าตามราคาตลาด และอัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากการรวบรวมการเงินปี 2559 - 2561 และนำมาประยุกต์ร่วมกับทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) เพื่อใช้เป็นแนวทางในการบริหารเงินสด โดยเฉพาะตัวแปรเหตุคือ กระแสเงินสด ประกอบด้วย (1) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (2) กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน (3) กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน (4) กระแสเงินสดสุทธิ และ (5) ความผันผวนของกระแสเงินสด และตัวแปรผลประกอบด้วย มูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) และอัตราเงินปันผลตอบแทน (Dividend Yield) โดยมีตัวแปรควบคุมคือ ขนาดของกิจการ (Size) และ อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (Debt Ratio) เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ที่จะเกิดขึ้นเมื่อมีการบริหารกระแสเงินสดที่แตกต่างกันของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.5.2 ขอบเขตด้านพื้นที่ ผู้วิจัยได้กำหนดขอบเขตด้านพื้นที่ในการวิจัยครั้งนี้ คือบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งประเทศ

1.5.3 ขอบเขตด้านประชากร และกลุ่มตัวอย่าง การศึกษาครั้งนี้เก็บข้อมูลจากประชากรบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งสิ้น 456 บริษัท 7 กลุ่มอุตสาหกรรม ประกอบด้วย (1) กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (2) กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (3) กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม (4) กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์

และก่อสร้าง (5) กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร (6) กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ และ (7) กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี โดยจำนวนดังกล่าวนี้ไม่รวมบริษัทที่อยู่ในช่วงให้ชี้แจงงบการเงิน บริษัทที่อยู่ในช่วงฟื้นฟูบริษัท บริษัทที่อยู่ในช่วงที่ ก.ล.ต. สั่งให้แก้ไขงบการเงิน และธุรกิจในตลาด เอ็ม เอ ไอ (MAI) เนื่องจากบริษัทที่อยู่ในกลุ่มเหล่านี้ไม่สามารถระบุวัตถุประสงค์ของการระดมทุนได้อย่างชัดเจน และธุรกิจการเงินซึ่งมีงบการเงินที่แตกต่างจากธุรกิจทั่วไปจึงอาจมีผลต่อการวิเคราะห์ข้อมูล

1.5.4 ขอบเขตด้านเวลา การวิจัยครั้งนี้ผู้วิจัย ได้ดำเนินการเก็บรวบรวมข้อมูลจากฐานข้อมูลในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ของบริษัทจดทะเบียนที่มีการรายงานข้อมูลต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยใช้ระยะเวลารวบรวมข้อมูลสำหรับงานวิจัยในครั้งนี้โดยใช้ข้อมูลปี พ.ศ. 2559 – 2561 รวมเป็นระยะเวลา 3 ปี

1.6 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1. ประโยชน์ทางด้านวิชาการ

1.1 เป็นส่วนหนึ่งในการยืนยันหรือเพิ่มเติมการศึกษาเกี่ยวกับแนวคิด ทฤษฎี งานวิจัยในอดีตเกี่ยวกับกระแสเงินสด มูลค่าตามราคาตลาดและอัตราเงินปันผลตอบแทน

1.2 นักวิชาการ และนักวิจัยสามารถนำข้อมูลที่ได้รับจากการศึกษาวิจัยในครั้งนี้ไปใช้เป็นแนวทางในการพัฒนาฐานข้อมูลทางวิชาการในการศึกษาและการวิจัย เป็นแนวทางในการศึกษาเพื่อเพิ่มความแข็งแกร่งของข้อมูล เพื่อให้ผู้มีส่วนได้เสียได้รับข้อมูลที่น่าเชื่อถือ

2. ประโยชน์ทางด้านวิชาชีพหรือการนำไปปฏิบัติ

2.1 เป็นแนวทางหรือตัวแบบในการพยากรณ์ผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ รวมทั้งฝ่ายบริหารสามารถนำข้อมูลไปใช้ในการบริหารงานให้อยู่ในระดับที่มีความเหมาะสมกับกิจการเพื่อการวางแผนและตัดสินใจการดำเนินธุรกิจของบริษัท

2.2 นักลงทุน สามารถนำผลจากการวิจัยมาเป็นข้อมูลที่ใช้ประกอบการพิจารณาการตัดสินใจลงทุนในบริษัท และเพิ่มประสิทธิภาพในการประเมินผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ต้องการลงทุน

2.3 นักวิชาการ นักวิจัยสามารถใช้เป็นแนวทางในการศึกษา และการขยายผลการศึกษาได้

1.7 นิยามศัพท์

กระแสเงินสด (Cash Flow) หมายถึง กระแสเงินสดเข้า – ออก และแสดงการเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสด โดยใช้ข้อมูลจากงบกระแสเงินสด ซึ่งประกอบด้วยกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน กระแสเงินสดสุทธิ และความผันผวนของกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (กัญญาวิริ์ ทิพย์ธนะ กาญจน์, 2559)

กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (Operating Cash Flow: OCF) หมายถึง กระแสเงินสดที่เกิดจากกิจกรรมหลักที่ก่อให้เกิดรายได้ของกิจการ โดยวัดมูลค่าจากกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน หารด้วยสินทรัพย์รวมเฉลี่ย เพื่อลดความแตกต่างของขนาดกิจการ (เพ็ญนิภา พรหมโคตร และนงคณินธ์ จันทร์จรัส, 2560 อ้างอิงจาก อภิเดช แวสุวรรณ, 2550)

กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน (Investing Cash Flow: ICF) หมายถึง กระแสเงินสดที่เกิดจากกิจกรรมเกี่ยวกับการได้มาและการจำหน่ายสินทรัพย์ระยะยาวและเงินลงทุนอื่นของกิจการ ซึ่งกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนแสดงให้เห็นถึงรายจ่ายที่กิจการจ่ายไปเพื่อให้ได้มาซึ่งทรัพยากรที่จะก่อให้เกิดรายได้และกระแสเงินสดในอนาคต โดยวัดมูลค่าจากกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน หารด้วยสินทรัพย์รวมเฉลี่ย เพื่อลดความแตกต่างของขนาดกิจการ (เพ็ญนิภา พรหมโคตร และนงคณินธ์ จันทร์จรัส, 2560 อ้างอิงจาก อภิเดช แวสุวรรณ, 2550)

กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน (Financing Cash Flow: FCF) หมายถึง กระแสเงินสดที่เกิดจากกิจกรรมที่มีผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในขนาดและองค์ประกอบของส่วนของผู้ถือหุ้น และส่วนของการกู้ยืมของกิจการ โดยวัดมูลค่าด้วยกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน หารด้วยสินทรัพย์รวมเฉลี่ย เพื่อลดความแตกต่างของขนาดกิจการ (เพ็ญนิภา พรหมโคตร และนงคณินธ์ จันทร์จรัส, 2560 อ้างอิงจาก อภิเดช แวสุวรรณ, 2550)

กระแสเงินสดสุทธิ (Net Cash Flow: NCF) หมายถึง เงินสดสุทธิที่ได้รับจริงจากการดำเนินงานทั้ง 3 กิจกรรม ประกอบด้วยกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน หักด้วยกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน และบวกกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน หารด้วยสินทรัพย์รวมเฉลี่ย (เพ็ญนิภา พรหมโคตร และนงคณินธ์ จันทร์จรัส, 2560 อ้างอิงจาก อภิเดช แวสุวรรณ, 2550) กระแสเงินสดสุทธิให้ข้อมูลเกี่ยวกับกิจการว่า กิจการที่มีกระแสเงินสดเพิ่ม (ลดลง) สุทธิเป็นเท่าใด

หากกิจการมีกระแสเงินสดสุทธิของกิจการในระดับต่ำจะส่งผลกระทบต่อนโยบายจากการจ่ายเงินปันผล และอาจกระทบต่อราคาและผลตอบแทนหลักทรัพย์ไปด้วย (อุษณี วรพันธ์พิทักษ์, 2549)

ความผันผวนของกระแสเงินสด (Cash Flow Volatility: CFV) หมายถึง การเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสดสิ้นงวด หักด้วยกระแสเงินสดต้นงวด หารด้วยกระแสเงินสดต้นงวด เพื่อสะท้อนถึงการเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสดภายในกิจการ (กัญญาวิรั ทิพย์ธนะกาญจน์, 2559)

มูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization: Market Cap) หมายถึง มูลค่าที่สะท้อนให้นักลงทุนเห็นถึงขนาดและความน่าสนใจในการลงทุนของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในมุมมองของสภาพคล่องปริมาณและประเภทสินค้าที่จะเลือกลงทุน โดยคำนวณจากราคาปิดของหลักทรัพย์จดทะเบียนคูณกับจำนวนหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2560)

อัตราเงินปันผลตอบแทน (Dividend Yield) หมายถึง อัตราส่วนทางการเงินที่เปรียบเทียบเงินปันผลจ่ายต่อหุ้นสามัญเทียบกับราคาตลาดของหุ้นสามัญ เพื่อดูผลตอบแทนว่าหากลงทุนซื้อหุ้น ณ ระดับราคาตลาดปัจจุบัน จะมีโอกาสได้รับเงินปันผล คิดเป็นอัตราร้อยละเท่าไรของราคาหุ้น ยิ่งมีค่า Dividend Yield สูง แสดงว่าผู้ลงทุนได้รับผลตอบแทนจากเงินปันผลสูงเมื่อเทียบกับเงินที่ซื้อหุ้นไป (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2562)

ขนาดของกิจการ (Size) หมายถึง ธุรกิจที่มีขนาดใหญ่ย่อมมีความได้เปรียบธุรกิจขนาดเล็ก ทั้งในด้านเงินทุน ด้านเทคนิค การจ้างผู้บริหารที่มีความรู้ความสามารถสูง และความได้เปรียบด้านการแข่งขัน (บุญนาค เกิดสินธุ์, 2554) ขนาดของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย นิยมวัดจากสินทรัพย์รวมของบริษัท (กัญญาวิรั ทิพย์ธนะกาญจน์, 2559)

อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (Debt Ratio) หมายถึง เป็นอัตราส่วนแสดงการเปรียบเทียบว่ามีหนี้สินเป็นจำนวนกี่เท่าของสินทรัพย์รวม ถ้ามีอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมต่ำ แสดงว่ามีโครงสร้างหนี้ต่ำ ซึ่งถือว่าเป็นผลดีกับกิจการเนื่องจากมีหนี้สินน้อย และมีโอกาสกู้ยืมหนี้สินในครั้งต่อไปได้มากขึ้น ในทางตรงกันข้ามถ้าอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมสูง แสดงว่ามีโครงสร้างหนี้สินสูง ซึ่งถือว่าเป็นผลเสียกับกิจการเนื่องจากมีภาระในการชำระหนี้สินจำนวนมาก และมีโอกาสน้อยที่กิจการจะกู้ยืมหนี้สินครั้งต่อไป (นพดล สังข์ลาย, 2559)

สรุป

ข้อมูลด้านกระแสเงินสดถือได้ว่าเป็นประโยชน์อย่างยิ่งสำหรับผู้สนใจร่วมลงทุนทั้งฝ่ายบริหาร และผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย สำหรับประเทศไทยบริษัทจดทะเบียนมีหน้าที่จัดทำกระแสเงินสดทั้งรายไตรมาสและรายปีเพื่อเป็นข้อมูลที่แสดงให้เห็นว่าบริษัทนั้นมีสภาพคล่องและทิศทางเป็นอย่างไร การศึกษาวิจัยในครั้งนี้จึงมุ่งศึกษาถึงกระแสเงินสดทุกกิจกรรม รวมทั้งกระแสเงินสดสุทธิและความผันผวนของกระแสเงินสด เพื่อใช้เป็นแนวทางสำหรับการวิเคราะห์ รวมทั้งเป็นเครื่องมือในการถ่วงดุลเบื้องต้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

วัตถุประสงค์ในการศึกษาครั้งนี้เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดที่มีต่อมูลค่าตามราคาตลาดและอัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในมุมมองของตัวแปรเหตุด้านกระแสเงินสดซึ่งจากการทบทวนวรรณกรรมผู้วิจัยได้กำหนดการศึกษาผ่านตัวแปร (1) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (2) กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน (3) กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน (4) กระแสเงินสดสุทธิ และ (5) ความผันผวนของกระแสเงินสด โดยผู้วิจัยได้ศึกษาผ่านตัวแปรตาม 2 ตัวแปร ประกอบด้วย (1) มูลค่าตามราคาตลาด และ (2) อัตราเงินปันผลตอบแทน โดยในส่วนของตัวแปรควบคุม ผู้วิจัยได้กำหนดการศึกษาผ่านตัวแปร คือ ขนาดของกิจการ และอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม พร้อมทั้งกำหนดสมมติฐานการวิจัยที่ได้จากการพัฒนากรอบแนวคิดในการวิจัยครั้งนี้ซึ่งได้มาจากการทบทวนแนวคิด ทฤษฎี และผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องตามที่กล่าวไว้ในบทที่ 2

บทที่ 2

แนวคิด ทฤษฎีและผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ในสภาวะการณ์ปัจจุบันการดำเนินธุรกิจจำเป็นต้องใช้ “เงินทุน” เพื่อให้ธุรกิจดำเนินไปตามวัตถุประสงค์ของบริษัท เมื่อธุรกิจอยู่ในช่วงเติบโตหรือมีความต้องการขยายธุรกิจ (Growth & Expansion) ความต้องการเงินทุนก็เพิ่มมากขึ้นและมีความจำเป็นต้องหาแหล่งเงินทุน (Source Of Fund) ที่สามารถรองรับปริมาณเงินทุนที่ต้องการได้ เงินกู้จากธนาคารพาณิชย์เป็นแหล่งเงินทุนที่สามารถตอบโจทย์ให้กับธุรกิจไทยมาตั้งแต่อดีตจนถึงปัจจุบัน อย่างไรก็ตามการระดมทุนผ่านตลาดทุน ซึ่งเป็นแหล่งระดมเงินทุนระยะยาวโดยที่ผู้ต้องการระดมทุนจะออกตราสารทางการเงิน การลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทใดบริษัทหนึ่งนั้น ปัจจัยพื้นฐานที่นักลงทุนควรนำมาวิเคราะห์ในการตัดสินใจลงทุนคือการวิเคราะห์เศรษฐกิจอุตสาหกรรมและสิ่งสำคัญคือการวิเคราะห์ผลการดำเนินงาน ซึ่งเป็นปัจจัยสำคัญของการประกอบธุรกิจ อีกทั้งผลการดำเนินงานที่ดีสะท้อนผลให้เกิดความมั่งคั่งแก่ผู้ถือหุ้น เพราะเป็นการเพิ่มมูลค่าให้กับเงินลงทุน ผู้บริหารจึงเป็นกลุ่มบุคคลสำคัญที่จะเป็นผู้วางแผนกลยุทธ์การดำเนินธุรกิจให้เกิดประสิทธิภาพและสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่บริษัท ผู้วิจัยได้ทำการศึกษาค้นคว้าข้อมูลจากบทความทางวิชาการ วารสารทางด้านการบัญชี วิทยานิพนธ์ สื่อต่าง ๆ และการทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง เพื่อนำข้อมูลมาใช้เป็นแนวทางในการดำเนินงาน โดยการรวบรวมแนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง ซึ่งได้นำเสนอไว้เป็นลำดับดังต่อไปนี้

2.1 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

2.1.1 แนวคิดเกี่ยวกับกระแสเงินสด

งบกระแสเงินสด (Cash Flow Statement) เป็นส่วนประกอบหนึ่งของรายงานทางการเงินที่จะแสดงการได้มาใช้จ่ายของเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด และเป็นแหล่งข้อมูลสำคัญที่ผู้ใช้งบการเงิน ซึ่งในอดีตงบกำไรขาดทุนและงบดุลเท่านั้น แต่เนื่องจากงบกำไรขาดทุนใช้

เกณฑ์คงค้าง โดยมีการรับรายการทางบัญชีเมื่อเกิดรายการ โดยไม่คำนึงว่าเราจะได้รับเงินสดเข้าหรือจ่ายเงินสดออกไปแล้วหรือไม่ ซึ่งทำให้เข้าใจว่ากิจการมีเงินสดคงเหลือเท่ากับกำไรสุทธิที่แสดงในงบกำไรขาดทุน ซึ่งแท้จริงแล้วกำไรสุทธิที่แสดงในงบกำไรขาดทุนไม่แสดงให้เห็นถึงจำนวนที่แท้จริงของเงินสดที่กิจการมีอยู่และสามารถไปใช้ดำเนินงานได้ สาเหตุเพราะรายการบางส่วนยังไม่ได้รับเงินจริงหรือจ่ายเงินจริง ในปีพ.ศ. 2536 สภาคมนักบัญชีและผู้ตรวจสอบบัญชีรับอนุญาตแห่งประเทศไทยได้ออกมาตรฐานการบัญชีฉบับที่ 25 เรื่อง งบกระแสเงินสด โดยให้บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจัดทำงบกระแสเงินสด โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้ข้อมูลเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นของกระแสเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด ซึ่งมีผลให้ถือปฏิบัติในวันที่ 1 มกราคม 2537 โดยเป็นประโยชน์กับผู้ใช้งบการเงิน โดยเฉพาะนักลงทุนที่ใช้เป็นเครื่องมือในประเมินการเปลี่ยนแปลงในสินทรัพย์สุทธิของบริษัท การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างทางการเงิน รวมไปถึงสภาพคล่องและความสามารถในการชำระหนี้ ตลอดจนความสามารถของบริษัทที่จะบริหารจัดการเกี่ยวกับจำนวนเงินและระยะเวลาของกระแสเงินสดเพื่อปรับให้เข้ากับการเปลี่ยนแปลงของโอกาสและสถานการณ์ที่เกิดขึ้น ซึ่งข้อมูลในส่วนงบกระแสเงินสดของกิจการมีประโยชน์ต่อผู้ใช้งบการเงินเพื่อใช้เป็นเกณฑ์ในการประเมินความสามารถของกิจการในการก่อให้เกิดเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด (อุษณี วรพันธ์พิทักษ์, 2549) และความต้องการใช้กระแสเงินสดของบริษัท มาตรฐานการบัญชีฉบับที่ 7 (ปรับปรุง 2562) เรื่อง งบกระแสเงินสด แบ่งงบกระแสเงินสดออกเป็น 3 กิจกรรม คือ กิจกรรมดำเนินงาน (Operating Activities) กิจกรรมลงทุน (Investing Activities) และกิจกรรมจัดหาเงิน (Financing Activities) (สภาวิชาชีพบัญชี ในพระบรมราชูปถัมภ์, 2561) ลักษณะของกระแสเงินสดในแต่ละกิจกรรม สามารถสรุปดังนี้

กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (Operating Cash Flow) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน หมายถึง กระแสเงินสดที่เกิดจากกิจกรรมหลักที่ก่อให้เกิดรายได้และค่าใช้จ่ายของบริษัท เป็นผลมาจากรายการและเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นจากการคำนวณกำไรสุทธิ โดยมีใช้กิจกรรมลงทุนและกิจกรรมจัดหาเงิน กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานจะเป็นเครื่องบ่งชี้ถึงความสามารถของบริษัทในการก่อให้เกิดกระแสเงินสดที่เพียงพอที่จะใช้ในการดำเนินธุรกิจความสามารถในการจ่ายชำระหนี้และเพื่อการลงทุนใหม่โดยไม่ต้องพึ่งพาแหล่งเงินทุนจากภายนอก

กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน (Investing Cash Flow) กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน หมายถึง กระแสเงินสดที่เกิดจากการซื้อและจำหน่ายสินทรัพย์ที่ใช้ในการดำเนินงานและเงินลงทุนอื่นของบริษัท กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนนี้เป็นกิจกรรมที่สะท้อนว่าบริษัทมีการใช้จ่ายกระแสเงินสดด้านการลงทุนเพื่อก่อให้เกิดเงินสดรับในอนาคต เช่น เงินสดจ่ายเพื่อซื้อเงินลงทุน

เงินสดจ่ายเพื่อลงทุนขยายโรงงานในการผลิต เงินสดรับจากรายได้จากการลงทุน เช่น ดอกเบี้ยรับ และเงินปันผล เป็นต้น

กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน (Financing Cash Flow) กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน หมายถึง กระแสเงินสดที่เกิดจากการก่อหนี้สินของบริษัท ที่ทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในขนาดและองค์ประกอบของส่วนของผู้ถือหุ้นและส่วนของการกู้ยืมของกิจการ เช่น การออกหุ้นเพิ่มทุน การออกหุ้นกู้ การกู้ยืมเงิน เป็นต้น

งบกระแสเงินสดเป็นประโยชน์ทั้งต่อผู้ใช้งบการเงินทั้งภายในและภายนอกโดยปกติบริษัทมหาชนจะมีการจัดทำงบกระแสเงินสดตามข้อบังคับของตลาดหลักทรัพย์ และจากการที่บริษัทที่มีความต้องการแหล่งเงินทุนจากภายนอก เช่น ธนาคาร หรือสถาบันการเงินอื่น ๆ ซึ่งเป็นผู้ให้สินเชื่อทางการเงินมีความต้องการทราบข้อมูลเกี่ยวกับกระแสเงินสดรับและกระแสเงินสดจ่ายของบริษัทเพื่อประกอบการพิจารณา ซึ่งข้อมูลเพียงแค่งบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จจึงไม่เพียงพอต่อการตัดสินใจ โดยงบกระแสเงินสดสามารถช่วยประเมินความสามารถการจ่ายชำระหนี้ในอนาคตต่อความสามารถในการจ่ายชำระคืนเงินกู้และดอกเบี้ย ในขณะที่เดียวกันผู้บริหารหรือผู้ถือหุ้นยังต้องการทราบว่าบริษัทมีสภาพคล่องทางการเงินดีหรือไม่ นั่นไม่สามารถพิจารณาได้จากผลกำไรหรือขาดทุนที่แสดงในงบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จเพียงอย่างเดียว กำไรสุทธินั้นไม่สามารถบอกถึงกระแสเงินสดที่เป็นบวก เนื่องจากงบกำไรขาดทุนจัดทำตามหลักเกณฑ์คงค้าง ดังนั้นการที่จะทราบว่าบริษัทมีสภาพทางการเงินอย่างไร ต้องพิจารณาจากเงินสดที่เพิ่มขึ้นหรือลดลงจากงบกระแสเงินสด การจัดทำงบกระแสเงินสดเป็นการเก็บรวบรวมข้อมูลทางการเงินเพื่อช่วยในการพยากรณ์ความต้องการใช้เงินสดรวมทั้งรวมถึงการวิเคราะห์ข้อมูลทางการเงินเพื่อมิให้เกิดภาวะขาดสภาพคล่อง รวมไปถึงเป็นตัวบ่งชี้ถึงจำนวนเงิน ระยะเวลา และความแน่นอนที่กระแสเงินสดจะเกิดขึ้นในอนาคตได้

ประโยชน์ของข้อมูลกระแสเงินสด

- 1) ประเมินความสามารถในการก่อให้เกิดเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดในอดีตและในอนาคต
- 2) ประเมินความสามารถในการจ่ายชำระหนี้สิน และความสามารถในการจัดการเกี่ยวกับเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดตลอดจนระยะเวลาที่กิจการคาดว่าจะได้รับหรือจ่ายเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด
- 3) ใช้ในการพยากรณ์กระแสเงินสดรับและกระแสเงินสดจ่ายในอนาคต ตลอดจนการสร้างแบบจำลองที่ใช้เป็นเครื่องมือในการประเมินมูลค่าของกิจการ รวมทั้งการเปรียบเทียบมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดในอนาคตของกิจการที่แตกต่างกัน

4) ทราบถึงความเพียงพอของเงินสด สภาพคล่องในบริษัท ว่ามีเพียงพอต่อความต้องการที่ต้องใช้ในการดำเนินงานหรือไม่

5) ทราบถึงความสามารถในการทำกำไร โดยฝ่ายบริหารสามารถนำข้อมูลไปเปรียบเทียบกับผลการดำเนินงานของกิจการอื่นที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกัน

6) นักลงทุนสามารถนำข้อมูลในงบกระแสเงินสดไปทำการประเมินประสิทธิภาพในการทำกำไรและการบริหารสภาพคล่องของบริษัท

7) ใช้เปรียบเทียบกับกิจการอื่น เพราะเป็นวิธีที่ตัดผลกระทบจากการใช้วิธีการทางบัญชีที่ต่างกันไปสำหรับรายการเดียวกันหรือเหตุการณ์เดียวกันออกไป

8) การตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรและกระแสเงินสดสุทธิ และผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงราคา ซึ่งจะสะท้อนให้ทราบถึงสาเหตุที่ทำให้กำไรสุทธิแตกต่างจากเงินสดของบริษัท

วัตถุประสงค์ของงบกระแสเงินสด

เพื่อเป็นแหล่งที่ให้ข้อมูลเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงของเงินสดในช่วงอดีตที่ผ่านมา และรายการเทียบเท่าเงินสดของกิจการผ่านทางงบกระแสเงินสด (สมศรี พลภักดี, 2561)

การจัดทำงบกระแสเงินสด

ในการจัดทำงบกระแสเงินสดกิจกรรมแรกที่ต้องจัดทำ คือ กิจกรรมดำเนินงาน กิจกรรมต่อมาคือกิจกรรมลงทุน และกิจกรรมสุดท้ายคือกิจกรรมจัดหาเงิน (สภาวิชาชีพบัญชี ในพระบรมราชูปถัมภ์, 2561) ซึ่งข้อมูลที่ต้องใช้ในการจัดทำงบกระแสเงินสด ประกอบด้วย

1) งบแสดงฐานะการเงินเปรียบเทียบของวันสิ้นงวดปัจจุบันและวันสิ้นงวดก่อน เพื่อใช้ในการคำนวณหาการเปลี่ยนแปลงยอดคงเหลือของสินทรัพย์ หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้นในระหว่างงวด

2) งบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จสำหรับงวดปัจจุบัน เพื่อใช้ในการคำนวณหากระแสเงินสดสุทธิในแต่ละกิจกรรม

3) ข้อมูลเพิ่มเติมอื่นที่เกี่ยวข้อง เพื่อใช้ในการวิเคราะห์หาสาเหตุของการเปลี่ยนแปลงของเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดในระหว่างงวด

การแสดงงบกระแสเงินสด

กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน

กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานเป็นกระแสเงินสดที่เกิดจากกิจกรรมหลักที่ก่อให้เกิดรายได้ของกิจการและจากกิจกรรมอื่นที่ไม่ใช่กิจกรรมลงทุนหรือกิจกรรมจัดหาเงิน

โดยทั่วไปแล้วกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานสามารถแสดงให้เห็นถึงความสามารถในการดำเนินงานของกิจการในการก่อให้เกิดกระแสเงินสดที่เพียงพอสำหรับการดำเนินงานของกิจการ การชำระคืนเงินกู้ยืม การจ่ายเงินปันผล ตลอดจนการลงทุนใหม่ โดยไม่จำเป็นต้องพึ่งพาการจัดหาเงินจากแหล่งเงินทุนภายนอกกิจการสามารถเลือกแสดงกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานได้ 2 วิธี คือ

1) วิธีทางตรง (Direct Method) เป็นวิธีที่แสดงเงินสดรับและเงินสดจ่ายตามลักษณะของรายการหลักที่สำคัญในการคำนวณกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ทั้งนี้ มาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 7 เรื่อง งบกระแสเงินสด สนับสนุนให้กิจการแสดงกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานด้วยวิธีทางตรง เนื่องจากเป็นวิธีที่ให้ข้อมูลที่โปร่งใสและเป็นประโยชน์ในการประมาณการกระแสเงินสดรับและกระแสเงินสดจ่ายจากกิจกรรมดำเนินงานได้ในอนาคตชัดเจนกว่าวิธีทางอ้อม และนอกจากนั้นฝ่ายบริหารยังสามารถนำข้อมูลไปเปรียบเทียบกับงบประมาณเงินสดของกิจการ เพื่อช่วยในการปรับปรุงการบริหารทางการเงินให้มีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้นได้อีกด้วย

2) วิธีทางอ้อม (Indirect Method) เป็นวิธีที่แสดงเริ่มต้นด้วยกำไรขาดทุนตามเกณฑ์คงค้างปรับปรุงด้วยผลกระทบของรายการที่ไม่เกี่ยวข้องกันกับเงินสด รวมทั้งผลกำไรหรือขาดทุนอันเนื่องมาจากกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนหรือกิจกรรมจัดหาเงิน ตลอดจนปรับปรุงด้วยรายการค้างรับ ค้างจ่าย รับล่วงหน้า และจ่ายล่วงหน้าของเงินสดรับและเงินสดจ่ายที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานในอดีตหรือในอนาคต ทั้งนี้ รูปแบบของการนำเสนอของกระแสเงินสดด้วยวิธีทางอ้อมจะแตกต่างจากการนำเสนอของกระแสเงินสดด้วยวิธีทางตรงเฉพาะกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานเท่านั้น ซึ่งในทางปฏิบัติกิจการมักจัดทำงบกระแสเงินสดโดยวิธีทางอ้อมมากกว่าวิธีทางตรง เนื่องจากเป็นวิธีที่จัดทำได้ง่ายและสะดวกรวดเร็วกว่า นอกจากนี้งบกระแสเงินสดด้วยวิธีทางอ้อมยังช่วยให้ผู้ใช้งบการเงินสามารถทราบถึงสาเหตุของความแตกต่างระหว่างกำไรขาดทุนตามเกณฑ์คงค้างกับกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงาน

กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน

กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน เป็นกระแสเงินสดที่เกิดจากกิจกรรมเกี่ยวกับการได้มาและการจำหน่ายสินทรัพย์ระยะยาวและเงินลงทุนอื่นของกิจการซึ่งไม่รวมอยู่ในรายการเทียบเท่าเงินสด ซึ่งกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนแสดงให้เห็นถึงรายจ่ายที่กิจการจ่ายไปเพื่อให้ได้มาซึ่งทรัพยากรที่จะก่อให้เกิดรายได้และกระแสเงินสดในอนาคต ทั้งนี้ เฉพาะรายจ่ายที่ส่งผลให้เกิดการรับรู้สินทรัพย์ในงบแสดงฐานะการเงินเท่านั้นที่สามารถจัดประเภทเป็นกิจกรรมลงทุน เช่น

เงินสดจ่ายเพื่อซื้อที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ เงินสดจ่ายเพื่อซื้อเงินลงทุน เงินสดรับจากดอกเบี้ยและเงินปันผล เป็นต้น (ธนพรรณ ปัญญาเฟื่อง, 2558)

กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน

กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินเป็นกระแสเงินสดที่เกิดจากกิจกรรมที่มีผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของขนาดกิจการและองค์ประกอบของส่วนของผู้ถือหุ้นและส่วนของการถือหุ้นผู้ถือหุ้นของกิจการ ทั้งนี้กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินแสดงให้เห็นถึงประโยชน์ในการคาดคะเนสิทธิเรียกร้องในกระแสเงินสดในอนาคตจากผู้ให้เงินทุนแก่กิจการ ด้วยลักษณะของงบกระแสเงินสดดังกล่าวมาจึงแสดงให้เห็นว่า งบกระแสเงินสดนั้นมีความสำคัญและมีประโยชน์อย่างมากต่อผู้บริหารและนักลงทุนที่สนใจเพราะงบกระแสเงินสดจะแสดงถึงภาพรวมในการดำเนินงานของกิจการว่ามีการบริหารเงินสดอย่างดีและมีประสิทธิภาพหรือไม่มีรายได้ที่เป็นเงินสดและรายจ่ายที่ใช้เงินสดจ่ายในกิจกรรมทั้ง 3 กิจกรรมอย่างไรบ้าง นอกจากนี้งบกระแสเงินสดยังช่วยผู้บริหารในการตัดสินใจเกี่ยวกับนโยบายการจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นและการกู้ยืมเงินมาใช้ดำเนินงานภายในกิจการ อีกทั้ง งบกระแสเงินสดยังเป็นตัวบ่งชี้สำคัญที่ช่วยให้ผู้บริหารมองเห็นถึงภาพรวมของการดำเนินงาน และช่วยให้กำหนดทิศทางความสามารถในการบริหารงานของกิจการในอนาคตอีกด้วย (สมศรี พลภักดี, 2561)

2.1.2 แนวคิดเกี่ยวกับมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization)

มูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) เป็นค่าที่คำนวณจากการนำราคาปิดของหลักทรัพย์จดทะเบียนคูณกับจำนวนหลักทรัพย์จดทะเบียนปัจจุบัน ซึ่งมูลค่าดังกล่าวจะสะท้อนให้ผู้ลงทุนเห็นถึงขนาดและความน่าสนใจลงทุนของตลาดหลักทรัพย์นั้น ๆ ทั้งในแง่ของสภาพคล่องปริมาณและประเภทสินค้าที่จะเลือกลงทุน การคำนวณ Market Cap ของตลาดหลักทรัพย์ต่างๆ มีหลักการคำนวณที่เหมือนกัน แต่อาจแตกต่างกันที่รายละเอียดบางประเด็น ได้แก่ หลักเกณฑ์การคัดเลือกประเภทหลักทรัพย์ที่นำมารวมคำนวณ หลักเกณฑ์การคำนวณกรณีหลักทรัพย์จดทะเบียนที่ใช้คำนวณมีการเปลี่ยนแปลงทั้งเพิ่มจำนวนขึ้นหรือลดลงหรือไม่มีการซื้อขาย (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2560)

$$\text{มูลค่าตามราคาตลาด} = \text{ราคาปิดของหุ้น} \times \text{จำนวนหุ้นจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์}$$

นิเวศน์ เหมวชิรวารกร (2559) กล่าวว่า การประเมินมูลค่าหุ้นว่าสมควรมีมูลค่าเท่าไรหรือหุ้นมีราคาแพงหรือราคาถูกเทียบกับพื้นฐานของกิจการนั้น เป็นศาสตร์และศิลป์ที่มีความสำคัญ

อย่างหนึ่งในการลงทุนระยะยาว ซึ่งข้อมูลตัวเลขที่ใช้กันมากและแพร่หลายที่สุดในทางปฏิบัติก็คือ PE หรือราคาหุ้นเทียบกับกำไรต่อหุ้น ค่า PB หรือราคาหุ้นเทียบกับมูลค่าหุ้นทางบัญชี และ D/P หรือเงินปันผลเทียบกับราคาหุ้น โดยที่หุ้น PE ต่ำ เช่น ต่ำกว่า 10 เท่าหรือต่ำกว่าค่า PE โดยเฉลี่ยของตลาดหุ้นก็มักจะถือว่าเป็นหุ้นราคาถูก เช่นเดียวกับหุ้นที่มีค่า PB ต่ำกว่า 1 เท่าหรือต่ำกว่าค่า PB เฉลี่ยของตลาดก็ถือว่าเป็นหุ้นที่มีราคาถูก ตรงกันข้าม หุ้นที่มี Dividend Yield หรือ D/P สูง เช่น 4-5% ต่อปีก็ถือว่าเป็นหุ้นที่มีราคาถูก แต่อย่างไรก็ตาม ยังมีตัวเลขที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลจากนักวิเคราะห์ เช่น ตัวเลขราคาหุ้นเทียบกับยอดขายของบริษัท ราคาหุ้นเทียบกับจำนวนลูกค้าอย่างในกรณีของหุ้นในกลุ่มที่เกี่ยวข้องกับเครือข่ายทางอินเทอร์เน็ต และตัวเลขและเทคนิคอื่น ๆ อีกมากที่ถูกนำมาใช้ในการประเมินมูลค่าหุ้น แต่ข้อมูลที่มีความสำคัญเพื่อใช้ในการประเมินมูลค่ากิจการก็คือ มูลค่าตามราคาตลาดของหุ้นทั้งหมดของบริษัท (Market Capitalization) เนื่องจาก มูลค่าตามราคาตลาด จะสะท้อนให้เห็นมูลค่าของบริษัทที่ตลาดหุ้น “มอบให้” ความหมายว่า ตลาดหุ้นตีมูลค่าของบริษัทว่าถ้าอยากเป็นเจ้าของบริษัทนี้จะต้องจ่ายเงินจำนวนเท่าไร หรือ ถ้าต้องการเป็นเจ้าของบริษัทนี้เพียงคนเดียวจะต้องจ่ายเงินซื้อหุ้นทั้งหมดเท่าไร ดังนั้น จะต้องคำนึงว่าในอนาคตบริษัทจะเติบโตขึ้นไปได้มากน้อยแค่ไหนคุ้มค่ากับสิ่งที่เป็นอยู่ในปัจจุบันหรือไม่ มูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) ที่เห็นอยู่ในปัจจุบันของบริษัททั้งหมดนั้น มันเปรียบเสมือน “ตัวแทน” ความ “ยิ่งใหญ่” หรือ “ความเล็ก” ของแต่ละกิจการในสายตาของนักลงทุนหรือนักเก็งกำไรในตลาดหลักทรัพย์ ถ้าดูจากข้อมูลและตัวเลขแสดงถึงเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นกับเศรษฐกิจและกิจการของประเทศไทยที่ก้าวหน้าขึ้นมาจากอดีตเมื่อหลายสิบปีก่อน ถ้ามองย้อนหลังไปไกลช่วงที่ตลาดหุ้นไทยเกิดขึ้นเมื่อ 40 ปีที่แล้ว หุ้นที่ใหญ่ที่สุด 10 อันดับน่าจะเกือบทั้งหมดเป็นธุรกิจการเงิน และต่อมาธุรกิจพลังงานก็เริ่มเข้ามามีบทบาทมากขึ้นเช่นเดียวกับธุรกิจการสื่อสารที่สังคมใช้กันแพร่หลายขึ้นมา และล่าสุดเป็นธุรกิจค้าปลีก สุขภาพและการท่องเที่ยวที่เป็นเทรนด์ของคนยุคใหม่ ซึ่งดูเหมือนว่าตลาดหุ้นและสังคมไทยเองนั้นมีความหลากหลายเพิ่มขึ้นมาก สิบอันดับหุ้นที่ใหญ่ที่สุดประกอบไปด้วยอุตสาหกรรมหรือธุรกิจที่หลากหลายมากขึ้นและเป็นตัวแทนของเศรษฐกิจ บริษัทที่เติบโตขึ้นไม่ต่ำกว่า 10 เท่าในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา ยังไม่นับว่ามีบริษัทที่มี มูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) ในระดับ Top 20 ที่อยู่ในอุตสาหกรรมที่มีแต่บริษัทเล็ก ๆ ในอดีต การเปลี่ยนแปลงของบริษัทยักษ์ใหญ่ในระดับ 10 หรือ 20 อันดับที่ใหญ่ที่สุดในตลาดนั้น ไม่ใช่เกิดเฉพาะในประเทศไทย ในระดับโลกเช่นในประเทศสหรัฐอเมริกาเองนั้น การเปลี่ยนแปลงนั้นรุนแรงยิ่งกว่า เพราะเพียงไม่ถึง 10-20 ปีที่ผ่านมา บริษัทในกลุ่มดิจิทัลได้ก้าวขึ้นมาเป็นบริษัทที่มี มูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) สูง และในบางครั้งก็อาจจะพบว่า มูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) ของบางบริษัทต่ำเกินกว่าที่ควรจะเป็นเมื่อเทียบกับหุ้นตัวอื่นที่อยู่ใน

อุตสาหกรรมเดียวกันหรือใกล้เคียงกัน อาจจะเนื่องจากปัญหาบางอย่างซึ่งต้องศึกษาละเอียดเพิ่มมากขึ้น ซึ่งอาจเป็นโอกาสในการลงทุน โดยเปรียบเทียบกับหุ้นในอุตสาหกรรมอื่นด้วยที่มีอิทธิพลหรือส่งผลกระทบต่อทางเศรษฐกิจในระดับใกล้เคียงกัน มูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) นั้นจะทำให้ นักลงทุนสามารถวิเคราะห์ได้ว่าบริษัทใดจะโตเร็วกว่าและสร้างมูลค่าสูงในอนาคต บริษัทที่มียอดขายและกำไรที่เติบโตขึ้นอย่างมากซึ่งก็มักจะดึงดูดนักลงทุนให้เข้ามาซื้อหุ้นต้นราคาให้สูงขึ้นไปอย่างมากจนมี Market Capitalization สูง ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ ปิยะรัตน์ โพธิ์ย้อย และสุปรียา คงแสงชู (2559) พบว่า กำไรต่อหุ้นมีความสัมพันธ์ที่สามารถอธิบายมูลค่าตามราคาตลาดได้อย่างมีนัยสำคัญ โดย Bepari , Rahman & TaherMollik (2013) บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในออสเตรเลียพบว่ากำไรต่อหุ้น มูลค่าตามบัญชี กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน มีความสัมพันธ์กับมูลค่าตามราคาตลาดในทิศทางเดียวกัน ซึ่งสอดคล้องกับ Cardamone, Carnevale & Giunta (2012) ได้ทำการศึกษาความน่าเชื่อถือของข้อมูลที่น่าเสนอโดยงานวิจัยมีวัตถุประสงค์เพื่อทดสอบข้อมูลที่น่าเสนอรายงานทางการเงินมีความสัมพันธ์กับมูลค่าตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์พบว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของอิตาลี โดยความตั้งใจของนักลงทุนเชื่อว่าข้อมูลที่น่าเสนอมีบทบาทที่สำคัญในการประเมินมูลค่าตลาดของบริษัท

2.1.3 แนวคิดเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผล

นพดล สังข์ลาย (2559) กล่าวว่า การลงทุนในหลักทรัพย์ของนักลงทุนต่างย่อมมีเป้าหมายหลัก คือ การได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนมากที่สุดเพื่อให้เกิดความพอใจมากที่สุด การลงทุนในหลักทรัพย์ที่เป็นหุ้นสามัญนั้น นักลงทุนจะได้รับผลตอบแทนใน 2 รูปแบบ คือ ได้รับผลตอบแทนจากเงินปันผลที่บริษัทเป็นผู้จ่ายให้ หรือได้รับผลตอบแทนจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น ธวัชชัย วรสุนทร และอุษณา แจ็งคล้าย (2556) ได้กล่าวว่า ผลตอบแทน หมายถึงผลประโยชน์ที่ผู้ลงทุนได้รับจากการถือครองกรรมสิทธิ์ผลตอบแทนอาจได้รับในรูปแบบของดอกเบี้ยรับ เงินปันผล มูลค่าส่วนเพิ่มของราคาหลักทรัพย์ ณ วันสุดท้ายของระยะเวลาลงทุนที่สูงกว่าราคาหุ้นที่ซื้อหลักทรัพย์นั้นหรือกำไร ส่วนทุน ซึ่งผลตอบแทนจากการลงทุนประเภทต่าง ๆ มักแสดงในรูปร้อยละ โดยสามารถเปรียบเทียบกับเงินลงทุนต้นงวด และมักคิดต่อระยะเวลาหนึ่งปี เรียกว่า "อัตราผลตอบแทน" ซึ่งเป็นตัวบ่งบอกถึงผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนได้รับหรือจะได้รับในหนึ่งงวดจากการลงทุนในประเภทนั้น ๆ ซึ่งสอดคล้องกับ จิรัตน์ สังข์แก้ว (2556) กล่าวว่า สิ่งสำคัญประการแรกที่เป็นแรงจูงใจที่ทำให้ผู้ที่มีเงินออมมีความสนใจการลงทุนในหุ้น คือ ผลตอบแทน การลงทุนในหลักทรัพย์นั้นผู้ลงทุนจะได้รับผลตอบแทนจากการลงทุน และสามารถนำผลตอบแทนที่ได้รับมาทำการคำนวณอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนได้ ซึ่งผลตอบแทนก็มีด้วยกันหลายแบบ และ

ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญ ประกอบด้วย 1) กำไรส่วนเกิน (Capital Gain) และ 2) เงินปันผล (Dividend) ซึ่งมีรายละเอียดดังนี้

1. กำไรจากส่วนต่างของราคา (Capital Gain) คือ กำไร (หรือขาดทุน) จากการขายหลักทรัพย์ได้ในราคาที่สูงขึ้น (หรือลดลง) กว่าราคาที่ซื้อเข้ามา หรือสามารถเรียกอีกอย่างหนึ่งว่าเป็นการเปลี่ยนราคา (Price Change) ของหลักทรัพย์ ดังนั้น ผลตอบแทนรวมของหลักทรัพย์ก็คือ กระแสเงินสดหรือรายได้ที่นักลงทุนได้มาจากความแตกต่างของการเปลี่ยนแปลงระหว่างราคาซื้อขายไปกับราคาที่ซื้อเข้ามา

2. เงินปันผล (Dividend) คือ ค่าตอบแทนที่ทางบริษัททำการจ่ายให้แก่ผู้ถือหุ้น ซึ่งจะเป็นการแบ่งกำไรหรือส่วนเกินของบริษัทเมื่อดำเนินงานมีแล้วมีผลกำไร บริษัทอาจนำไปลงทุนต่อ คือเป็นส่วนกำไรสะสม หรือจะสงวนกำไรไว้ส่วนหนึ่ง และจ่ายส่วนที่เหลือให้แก่ผู้ถือหุ้น โดยเงินปันผลจะเป็นรายได้หลังจากหักค่าใช้จ่ายต่าง ๆ รวมถึงภาษีเงินได้นิติบุคคลแล้ว (Gredisgoods, 2018) ซึ่งบริษัทอาจทำการจ่ายเป็นเงินสดหรือฝากเข้าบัญชีธนาคาร และหากบริษัทมีแผนที่จะนำเงินปันผลไปลงทุนต่อปริมาณค่าตอบแทนอาจจ่ายเป็นหุ้นเพิ่มหรือการซื้อหุ้นคืนก็ได้ (อรทิชา อินทาปัจ, 2559)

การลงทุนในหลักทรัพย์ของนักลงทุนแต่ละรายย่อมมีเป้าหมายหลัก คือ การได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนมากที่สุดเพื่อให้เกิดความพอใจของนักลงทุน การลงทุนในหลักทรัพย์ที่เป็นหุ้นสามัญนั้น นักลงทุนจะได้รับผลตอบแทน 2 รูปแบบ คือ ได้รับเงินปันผลตอบแทนที่กิจการจ่ายให้กับผู้ถือหุ้น หรือได้รับผลตอบแทนจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นที่ซื้อเข้ามา ผลตอบแทนที่นักลงทุนได้รับจึงเป็นผลรวมของผลตอบแทนทั้งสองส่วน พรพรหม ภักตร์เปี่ยม (2554) กล่าวว่า เงินปันผล หมายถึง ผลตอบแทนที่บริษัทจ่ายให้กับผู้ถือหุ้นเป็นการกระจายกำไร บริษัทตัดสินใจว่าจะจ่ายเงินปันผลให้ผู้ถือหุ้นของบริษัทเป็นจำนวนเท่าไรเมื่อบริษัทมีผลประกอบการที่ก่อให้เกิดกำไรหรือส่วนเกิน บริษัทสามารถนำไปลงทุนในกิจการต่อเรียกว่า กำไรสะสม หรือเงินปันผลที่สามารถจ่ายให้แก่ผู้ถือหุ้นก็ได้ บริษัทอาจสงวนกำไรหรือส่วนเกินส่วนหนึ่ง และจ่ายส่วนที่เหลือเป็นเงินปันผล การจ่ายแก่ผู้ถือหุ้นอาจชำระในรูปแบบเงินสด หรือ หากบริษัทมีแผนนำเงินปันผลไปลงทุนต่อ ปริมาณค่าตอบแทนอาจจ่ายเป็นรูปของการเพิ่มหุ้น หรือการซื้อหุ้นคืนได้ ถ้าบริษัทจ่ายเงินปันผลสูงจะทำให้ราคาหุ้นสามัญปัจจุบันสูงขึ้น แต่การจ่ายเงินปันผลที่สูงจะทำให้มีเงินทุนสำหรับการลงทุนในอนาคตน้อยทำให้อัตราการเติบโตของกิจการลดลงส่งผลให้ราคาหุ้นสามัญในอนาคตลดลงด้วย ตามทฤษฎีแล้วระดับเงินปันผลที่เหมาะสมจึงเป็นสิ่งที่สะท้อนราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์

อรทิชา อินทาบัจ (2559) กล่าวว่า เงินปันผลตอบแทน (Dividend Yield) นักลงทุนสามารถนำมาใช้ทำการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนในส่วนของเงินปันผลของหุ้นที่มีราคาแตกต่างกัน และนักลงทุนยังสามารถนำมาใช้วิเคราะห์ในการเปรียบเทียบหุ้น กับการลงทุนในหลักทรัพย์ประเภทอื่นได้อีกด้วย สูตรในการคำนวณ คือ

$$\text{อัตราเงินปันผลตอบแทน (DIVIDEND YIELD)} = (\text{มูลค่าปันผลต่อหุ้น} \times 100) / \text{ราคาตลาดของหุ้น}$$

สรุปได้ว่าอัตราเงินปันผลตอบแทนเป็นสิ่งที่นักลงทุนคาดว่าจะได้รับ ซึ่งการลงทุนนั้นอาจต้องเผชิญกับความเสี่ยงต่าง ๆ ที่เกิดจากการลงทุนในหลักทรัพย์นั้นด้วย นักลงทุนต้องตระหนักถึงอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ควบคู่กับความเสี่ยง เพื่อที่จะนำไปใช้ในการประกอบการพิจารณาตัดสินใจลงทุน

2.1.4 ทฤษฎีการบริหารความเสี่ยงขององค์กร (Corporate Risk Management Theory)

จากสภาพการณ์ของเศรษฐกิจที่เปลี่ยนไปนั้นทำให้ลักษณะของธุรกิจมีการเปลี่ยนแปลงจากอดีต จึงทำให้เจ้าของธุรกิจต้องมีการรับมือกับการเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นอย่างรวดเร็ว เพื่อให้ธุรกิจสามารถดำเนินต่อไปได้จากการเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นทำให้สภาพความเสี่ยง (Risk Profile) ของกิจการยุ่งยากและมีความซับซ้อนมากขึ้น ความเสี่ยงเหล่านี้จึงต้องถูกบริหารจัดการในระดับกลยุทธ์เพื่อลดหรือบรรเทาโอกาสในการเกิดความเสี่ยงขึ้น เพื่อทำให้องค์กรมีแผนรับมือล่วงหน้า ดังนั้นกิจการจึงควรนำแนวคิดการบริหารความเสี่ยงระดับองค์กรมาใช้เพื่อช่วยให้กิจการสามารถตอบสนอง แก้ปัญหา และรับมือกับ ความเสี่ยงที่จะเกิดขึ้นได้ ด้วยการพัฒนากอบการดำเนินงานภาคปฏิบัติของ Corporate Risk Management Framework ที่จัดการกับความท้าทายทางธุรกิจที่เข้าข่ายวิกฤติ โดย Corporate Risk Management เป็นแนวคิดในระดับกลยุทธ์และเป็นไปอย่างมีระบบ (กัญญาวิรุ์ ทิพย์ธนะกาญจน์, 2559)

ความเสี่ยง (Risk) หรือ ความไม่แน่นอน (Uncertainty) มักจะเกิดขึ้นได้เมื่อสภาพการณ์ที่ไม่อาจรู้ได้แน่นอนว่าจะเกิดอะไรขึ้น โอกาสที่ผลตอบแทนที่ได้รับจริง (Actual Return) ต่ำกว่าผลตอบแทนที่นักลงทุนคาดหวังไว้ (Expected Return) อันเนื่องมาจากสาเหตุต่าง ๆ ที่นักลงทุนพยายามหลีกเลี่ยงความเสี่ยงหรือลดความเสี่ยงให้เหลือน้อยที่สุด ซึ่งนักลงทุนแต่ละรายก็จะยอมรับความเสี่ยงในระดับที่แตกต่างกันออกไปขึ้นอยู่กับความชอบ ทักษะคิด แรงจูงใจของผู้ลงทุนรายนั้นว่ามากน้อยเพียงใดซึ่งในการเลือกลงทุนที่ให้ผลตอบแทนที่ดี หากผู้ลงทุนพิจารณาถึงความเสี่ยงจากการลงทุน โดยพิจารณาเฉพาะแล้วจะทำให้เกิดความผิดพลาดจากการลงทุนได้การ

ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ โอกาสที่ผู้ลงทุนจะไม่ได้รับอัตราผลตอบแทนตามที่คาดหวังไว้เนื่องจากความไม่แน่นอน ซึ่งทำให้ผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนจะได้รับนั้นคาดเคลื่อน หรือแตกต่างออกไปจากผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนคาดว่าจะได้รับ (ภัสรา ชาวลกร, 2549) ซึ่งความไม่แน่นอนของผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับในอนาคตหรือการที่มูลค่าของผลตอบแทนที่คาดว่าจะไม่จริงแตกต่างไปจากผลตอบแทนที่นักลงทุนคาดหวังไว้ จะเห็นได้ว่าความเสี่ยงหรือความไม่แน่นอน เกิดขึ้นได้ในสภาพที่ไม่รู้ว่าในอนาคตจะเกิดอะไรขึ้น ซึ่งผลตอบแทนอาจจะได้น้อยกว่าที่คาดการณ์ไว้ซึ่งมีสาเหตุดังนี้

1. ความเสี่ยงของการลงทุนในหลักทรัพย์

ประเภทของความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์จำแนกได้เป็น 2 ประเภท คือ

1) ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) คือ การเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนแปลงไปที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของสภาพแวดล้อมภายนอกของธุรกิจ ซึ่งไม่สามารถควบคุมได้และมีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ในตลาดทั้งหมด ซึ่งเมื่อเกิดขึ้นแล้วจะทำให้ราคาหลักทรัพย์โดยทั่ว ๆ ไปเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกัน สามารถแบ่งเป็น

(1) ความเสี่ยงเกี่ยวกับตลาดหลักทรัพย์ (Market Risk) คือ ความเสี่ยงอันเกิดจากการสูญเสียในเงินลงทุน ซึ่งเป็นผลเนื่องมาจากการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นและสินทรัพย์ต่าง ๆ ในตลาด เพราะราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงขึ้นลงอยู่ตลอดเวลา โอกาสสูญเสียหรือขาดทุนเนื่องจากการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์มีมากความเสี่ยงทางการตลาด เป็นเรื่องเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ ไม่เกี่ยวกับการประเมินมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ ถึงแม้ว่าความสามารถในการทำกำไร (Earning Power) ของกิจการไม่เปลี่ยนแปลง แต่ราคาหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนแปลงนั้นขึ้นอยู่กับ Demand Supply ของหลักทรัพย์ประเภทนั้น ๆ ในตลาดซึ่งอยู่เหนือการควบคุมของบริษัท สาเหตุเหล่านี้ ได้แก่ สงคราม การตายของผู้บริหารประเทศ ปีที่มีการเลือกตั้งผู้บริหารประเทศ นโยบายการเมือง การเก็งกำไร ที่เกิดขึ้นในตลาดหุ้นและการเปลี่ยนแปลงในราคาหุ้นนี้จะเกิดจากการคาดคะเนของผู้ลงทุนที่มีต่อความก้าวหน้า (Prospect) ของบริษัทนั้น

(2) ความเสี่ยงในอัตราดอกเบี้ย (Interest Rate Risk) คือ ความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงในผลตอบแทน อันเนื่องมาจากการเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ยทั่วไปในตลาด อัตราดอกเบี้ยในตลาดระยะยาวจะมีการเคลื่อนไหวอยู่ตลอดเวลา การเปลี่ยนแปลง ในอัตราดอกเบี้ยมีผลทำให้หลักทรัพย์ต่าง ๆ กระทบกระเทือนในลักษณะเดียวกัน เช่น ถ้าอัตราดอกเบี้ยในตลาดทั่ว ๆ ไปปรับตัวสูงขึ้น จะมีผลทำให้ราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ลดลงเพราะนักลงทุนจะทำการเปรียบเทียบผลตอบแทนและความเสี่ยงระหว่างการฝากเงินไว้กับสถาบันการเงินกับการลงทุน

ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยถ้านักลงทุนเห็นว่าผลตอบแทนจากดอกเบี้ยสูงกว่าผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ก็จะขายหลักทรัพย์ที่ตนถือครองอยู่ออกมาจะมีผลทำให้ราคาหลักทรัพย์ลดน้อยลง

(3) ความเสี่ยงในอำนาจซื้อหรือภาวะเงินเฟ้อ (Purchasing Power Risk Or Inflation Risk) คือความเสี่ยงที่เกิดจากระดับราคาสินค้าโดยทั่วไปสูงขึ้น ซึ่งมีผลทำให้มูลค่าของเงินลดลง จึงทำให้อำนาจการซื้อลดน้อยลงไปด้วย เพราะจำนวนเงินที่ได้รับเท่าเดิมแต่ค่าของเงินลดลง หรือที่เรียกว่าภาวะเงินเฟ้อ ซึ่งนักลงทุนหรือสถาบันการเงินจะถูกกระทบกระเทือนเกี่ยวกับอำนาจซื้ออย่างมาก โดยเฉพาะอย่างยิ่งเงินฝากประเภทออมทรัพย์ (Saving Account) พันธบัตรรัฐบาล หุ้นกู้ การประกันชีวิต (Life Insurance) และหลักทรัพย์ประเภทอื่น ๆ ซึ่งได้รับดอกเบี้ยในอัตราคงที่ ดังนั้นความเสี่ยงประเภทนี้ไม่ได้ทำให้อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนเปลี่ยนแปลง แต่มีผลทำให้ผลตอบแทนที่แท้จริงลดลง

2) ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (Unsystematic Risk) ความเสี่ยงที่เกิดขึ้นเฉพาะกิจการหนึ่ง หรือ อุตสาหกรรมใดอุตสาหกรรมหนึ่ง ซึ่งเมื่อเกิดเหตุการณ์นี้แล้วจะมีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ของธุรกิจนั้น ไม่มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์อื่นในตลาดความเสี่ยงที่ถูกจัดอยู่ในความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ ได้แก่ ความเสี่ยงทางธุรกิจ (Business Risk) โดยประกอบด้วยความเสี่ยงต่าง ๆ ดังนี้

(1) ความเสี่ยงทางการเงิน (Financial Risk) หมายถึง โอกาสที่ผู้ลงทุนจะเสียรายได้และเงินลงทุน หากบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ไม่มีเงินชำระหนี้ อาจทำให้บริษัทถึงกับล้มละลาย

(2) ความเสี่ยงทางการบริหาร (Management Risk) เป็นความเสี่ยงอันเกิดจากการบริหารงานของผู้บริหาร เช่น ความผิดพลาดของผู้บริหาร และการธุรกิจของผู้บริหาร

(3) ความเสี่ยงทางอุตสาหกรรม (Industry Risk) เป็นความเสี่ยงที่เกิดจากแรงผลักดันบางอย่าง ที่ทำให้ผลตอบแทนของธุรกิจทุกแห่งในอุตสาหกรรมประเภทเดียวกันหรือบางอุตสาหกรรมถูกกระทบกระเทือน

2. ปัจจัยความเสี่ยง ความเสี่ยงในการลงทุนมาจากปัจจัยสำคัญ 2 ประเภท คือ

1) ปัจจัยมหภาค (Macro Factors) มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ต่อภาพรวมทั้งตลาด เป็นความเสี่ยงที่นักลงทุนไม่อาจจัดให้หมดไปจากการลงทุน

2) ปัจจัยจุลภาค (Micro Factors) มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนเฉพาะตัวนั้น ๆ เป็นความเสี่ยงที่นักลงทุนอาจจัดให้หมดไปหรือลดความเสี่ยงลงได้ โดยการถือครองหลักทรัพย์หลาย ๆ ตัว

3. ความสัมพันธ์ของความเสียงและผลตอบแทนจากการลงทุน ระดับผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์หรือสินทรัพย์มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับระดับความเสี่ยง หมายถึง เมื่อระดับผลตอบแทนจากการลงทุนสูงขึ้น ระดับความเสี่ยง ที่ผู้ลงทุนจะต้องรับนั้นสูงขึ้นเช่นกัน

4. ข้อควรคำนึงการลงทุนที่ผลตอบแทนสูง จะมีระดับความเสี่ยงที่สูง และการลงทุนที่มีความเสี่ยงสูง ไม่จำเป็นที่จะได้ผลตอบแทนที่สูง

จากทฤษฎีความเสี่ยงพบว่า ความเสียงจากการลงทุน ประกอบด้วย ความเสียงที่เป็นระบบและความเสียงที่ไม่เป็นระบบภายใต้ความเสี่ยงที่ยอมรับได้และเป็นสิ่งที่นักลงทุนให้ความสำคัญกับความเสียงที่ต่ำ ซึ่งเป็นสิ่งที่นักลงทุนจะสามารถนำมาวิเคราะห์เพื่อเป็นแนวทางในการตัดสินใจลงทุน ซึ่งนักลงทุนมักจะมีการหลีกเลี่ยงความเสี่ยงในการลงทุน ดังนั้น นักลงทุนจะมีความพึงพอใจต่อบริษัทหากบริษัทนั้นสามารถรักษาระดับของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานและผลการดำเนินงานให้มีความสม่ำเสมอ รวมทั้งอัตรากำไรสุทธิต่อสินทรัพย์สูงจะสะท้อนให้เห็นถึงความสามารถในการทำประโยชน์จากสินทรัพย์ในการหากำไรของบริษัท ในทางทฤษฎีแล้วบริษัทที่มีอัตรากำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวมสูงจะมีมูลค่าของกิจการที่สูง เนื่องจากนักลงทุนเล็งเห็นว่าบริษัทดังกล่าวมีความสามารถในการทำกำไรที่ดี และบริษัทที่มีกระแสเงินสดที่สม่ำเสมอนั้น นักวิเคราะห์ข้อมูลพบว่าบริษัทนั้นจะมีความผันผวนต่ำและมีความเสี่ยงในการลงทุนที่ต่ำด้วยเช่นกัน ความผันผวนของกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน และความผันผวนของผลการดำเนินงานมีความสัมพันธ์ในทางลบกับมูลค่าของกิจการ นักลงทุนจึงเลือกที่จะลงทุนในบริษัทที่มีกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน และผลการดำเนินงานที่สม่ำเสมอสูงกว่าบริษัทที่มีกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน และผลการดำเนินงานที่ผันผวน (กัญญาวิริ์ ทิพย์ธนะกาญจน์, 2559) โดยความผันผวนของกระแสเงินสดนั้นถูกใช้เป็นตัวชี้วัดความเสี่ยงซึ่งเป็นเครื่องมือที่นักลงทุนใช้ประกอบการตัดสินใจการลงทุน แต่อย่างไรก็ตามก็ยังมีข้อขัดแย้งในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความผันผวนของกระแสเงินสดและมูลค่ากิจการ ในปี 1974 Robert C. Merton นักเศรษฐศาสตร์ชาวอเมริกัน ได้มีการคิดค้นแบบจำลองที่ใช้วัดความเสี่ยงด้านเครดิต (Credit Risks) ซึ่งในแบบจำลองนี้ราคาหลักทรัพย์จะถือเป็นสินทรัพย์อ้างอิงของ Call Option ในขณะที่ความผันผวนของราคาหลักทรัพย์นั้นถือเป็นสินทรัพย์ที่มีศักยภาพในการเติบโต ดังนั้นความผันผวนจึงเป็นสิ่งที่ช่วยเพิ่มมูลค่าให้แก่กิจการ บริษัทในแถบเอเชียซึ่งเป็นประเทศที่กำลังพัฒนา พยายามที่จะตอบสนองความต้องการด้านเงินทุน โดยการใช้สินเชื่อ โดยพบว่าปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อความสามารถในการให้สินเชื่ออย่างมีนัยสำคัญ คือความผันผวนของกระแสเงินสด (Cash Flow Volatility) โดยระบุว่าความผันผวนของกระแสเงินสดเป็นปัจจัยสำคัญในการตัดสินใจในการ

บริหารจัดการ รวมทั้งยังสะท้อนถึงความเสี่ยง หากความผันผวนของกระแสเงินสดสูง จะทำให้ความเสี่ยงในการดำเนินงานเพิ่มขึ้น และส่งผลให้การลงทุนในบริษัทลดลง ความผันผวนของกระแสเงินสดจึงเป็นปัจจัยของโครงสร้างเงินทุนอีกด้วย นอกจากนี้บริษัทสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มได้จากการใช้อนุพันธ์ในการทำการป้องกันความเสี่ยง (Hedging) และยังเป็นการช่วยลดความผันผวนที่เกิดขึ้นได้อีกด้วย แม้ว่าบริษัทจะมีกระแสเงินสดที่สม่ำเสมอทำให้บริษัทไม่ต้องทำการ Hedging เพื่อลดความผันผวนและไม่ต้องเผชิญกับความตึงเครียดทางการเงิน แต่อย่างไรก็ตามความผันผวนของกระแสเงินสดและความผันผวนของรายได้ยังมีความสัมพันธ์ต่อมูลค่ากิจการเป็นอย่างมากแม้ว่าจะมีการใช้อนุพันธ์ในการควบคุมมูลค่าของกิจการก็ตาม ดังนั้น จากการศึกษาจึงสรุปได้ว่าการจัดการความผันผวนของกระแสเงินสดจะช่วยเพิ่มมูลค่าของกิจการขึ้นด้วย งานวิจัยในต่างประเทศยังพบข้อขัดแย้งที่เกี่ยวกับความผันผวนสูงจะเป็นลดมูลค่าของกิจการ แต่ยังมีอีกประเด็นที่ยังถกเถียงกันว่ากรณีที่กิจการมีความผันผวนสูงนั้นจะเป็นการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการ แต่กรณีที่กิจการมีความผันผวนต่ำจะสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มได้มากกว่า นอกจากนี้พบว่ากรณีที่บริษัทมีกระแสเงินสดที่สม่ำเสมอ สามารถสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับบริษัทได้ เนื่องจากบริษัทไม่จำเป็นต้องพึ่งพาเงินทุนจากแหล่งภายนอกที่มีต้นทุนทางการเงินสูงเพราะบริษัทสามารถใช้แหล่งเงินทุนภายในที่สามารถคาดการณ์จำนวนได้จากการมีกระแสเงินสดสม่ำเสมอ และ Alister, Susan & Terry (2000) พบว่า บริษัทที่มีความผันผวนของผลประกอบการต่ำ จะมีโครงสร้างทางการเงินจากการกู้ยืมเงินจากแหล่งเงินทุนภายนอกต่ำจึงทำให้บริษัทดังกล่าวมีมูลค่ากิจการสูง ข้อดีของการที่บริษัทมีกระแสเงินสดที่สม่ำเสมอจะทำให้ผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (นักลงทุน นักวิเคราะห์หลักทรัพย์ นักลงทุนสถาบัน และผู้จัดการกองทุน) เกิดความพึงพอใจจากการที่มีความเสี่ยงด้านกระแสเงินสดที่ต่ำซึ่งจะทำให้เกิดการเลือกอย่างมีเหตุผล (Rational Behavior) ในการตัดสินใจในการลงทุน ดังนั้น นักวิเคราะห์หลักทรัพย์ควรจะให้ความสนใจกับมูลค่ากิจการเพราะนักลงทุนส่วนใหญ่มีแนวโน้มที่จะพิจารณาเลือกลงทุนในกิจการ นอกจากนี้พวกเขายังพบว่าหุ้นของกิจการที่ถือว่าเป็นหุ้นที่นักวิเคราะห์ให้ความสนใจ (Analyst Coverage) กระแสเงินสดของกิจการนั้น จะมีความสัมพันธ์เป็นบวกต่อมูลค่ากิจการ

2.1.5 ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory)

ทฤษฎีส่งสัญญาณ (Signaling Theory) ถูกคิดค้นขึ้นในปี 1973 โดย Michael Spence ที่ได้อธิบายสาเหตุมาจากความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Information Asymmetry) ซึ่งเป็นทฤษฎีที่นักลงทุนศึกษาถึงพฤติกรรมบริษัทหรือผู้ถือหุ้นรายใหญ่ส่งสัญญาณให้กับผู้ถือหุ้นรายย่อย ซึ่งอาจนำไปสู่การเพิ่มขึ้นหรือลดลงของราคาหุ้นได้ ในส่วนของพฤติกรรมที่เกิดกับทฤษฎีการส่งสัญญาณ อาทิ บริษัทจะทำการออกหุ้นสามัญเพิ่มก็ต่อเมื่อบริษัทเล็งเห็นว่าผลการดำเนินงานในอนาคตนั้นไม่

คือยราบริน มีความเสี่ยงที่จะขาดทุน บริษัทจึงมีความต้องการที่จะกระจายผลขาดทุนนั้นออกไป แต่ในทางกลับกัน หากในอนาคตบริษัทมีผลการดำเนินงานที่ค่อนข้างดี บริษัทจะไม่ทำการออกหุ้นสามัญ แต่บริษัทจะทำการกู้ยืมเงินแทน ทั้งนี้เพื่อรักษาผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นสามัญ บริษัทจึงควรสำรองระดับความสามารถในการกู้ยืมเงินไว้เพื่อ โอกาสที่ดีและเหมาะสมที่สุดในการลงทุนในอนาคต ทฤษฎีนี้ให้ข้อสมมติฐานว่าผู้จัดการบริหารบริษัทเพื่อประโยชน์สูงสุดต่อผู้ถือหุ้นเดิม หากผู้จัดการระดมทุนเพิ่มด้วยการออกหุ้น จะส่งผลให้นักลงทุนจะมองว่าเป็นสัญญาณลบ (บริษัทมีอนาคตแย่) กลไกของตลาดจะทำให้ราคาหุ้นเดิมของบริษัทลดลง หากผู้จัดการระดมทุนเพิ่มด้วยการกู้ยืมเงินจะส่งผลให้นักลงทุนจะมองว่าเป็นสัญญาณด้านบวก (บริษัทมีอนาคตดี) กลไกตลาดจะทำให้ราคาหุ้นเดิมของบริษัทเพิ่มขึ้น

สรุปกิจกรรมจัดหาเงินจากทฤษฎีการส่งสัญญาณในมุมมองของนักลงทุนให้ ความหมาย ว่าเป็นสัญญาณเชิงลบต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์หากกิจการเสนอขายหุ้นสามัญเพื่อเพิ่มทุน เนื่องจากไม่สามารถจัดหาเงินลงทุนจากแหล่งอื่นได้แล้ว กิจการคาดหวังว่าจะต้องเผชิญกับผลขาดทุนในอนาคต แต่ในทางกลับกัน หากกิจการมีความสามารถในการจัดหาเงินกู้ยืมจากแหล่งเงินทุนภายนอกจะสะท้อนให้นักลงทุนเห็นว่ากิจการยังคงได้รับความไว้วางใจจากเจ้าหนี้ในการชำระภาระหนี้ผูกพัน และดอกเบี้ย โดยเชื่อว่ากิจการสามารถสร้างผลกำไรในอนาคตได้จึงเป็นสัญญาณในทิศทางบวกซึ่งก็จะสอดคล้องกับ นันทน์ช อัญชลีพรสันต์ (2559) ที่สรุปได้ว่า สมมติฐานงานวิจัยต้องการทดสอบความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคต ถึงแม้ว่าความสัมพันธ์ที่คาดหวังต่อกิจกรรมจัดหาเงินจากการกู้ยืมเงินจะมีความแตกต่างกันจากสมมติฐานที่ตั้งไว้ก็ตาม บุคลากร วุฒิวณิชชกุล (2559) กล่าวว่า โดยปกติผู้ถือหุ้นรายใหญ่ส่วนมากคือผู้บริหารของบริษัท ดังนั้นผู้บริหารของบริษัทก็ย่อมมีข้อมูลข่าวสารมากกว่านักลงทุนรายย่อยเนื่องจากผู้บริหารเป็นผู้กำหนดนโยบายหรือทิศทางของบริษัท ซึ่งแน่นอนว่านักลงทุนนั้นไม่ได้มีข้อมูลหรือรับทราบข้อมูลที่เท่าเทียมกับผู้บริหารของบริษัทเพราะเหตุนี้จึงเกิดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลบริษัทจึงใช้การให้ผลตอบแทนหรือเงินปันผลเป็นเครื่องมือในการส่งข้อมูลข่าวสารไปยังผู้ถือหุ้น เพื่อเป็นการให้ผู้ถือหุ้นได้ทำการพิจารณาปรับมุมมองและความคิดที่มีต่อบริษัทในส่วนของความสามารถในการทำกำไร

ดังนั้น การจ่ายเงินปันผลจึงเป็นเครื่องมือของการส่งสัญญาณให้กับนักลงทุนที่สนใจในการลงทุนในบริษัทนั้น ให้ได้ทราบถึงผลการดำเนินงานในอนาคตของกิจการ ซึ่งอย่างไรก็ตาม การจ่ายเงินปันผลมากขึ้น ก็อาจจะเป็นสัญญาณที่บ่งบอกว่าบริษัทหรือกิจการขาดโครงสร้างที่ดีในการลงทุน (กนกพร หัวใจเจริญ, 2559) และอาจกล่าวได้ว่า บริษัทใดที่กระแสเงินสดมีความไม่

แน่นอนสูง จึงอาจเกิดความเสียหายที่ไม่สามารถรักษาระดับการจ่ายเงินปันผลในปีต่อ ๆ ไปได้ ส่งผลให้มีการจ่ายเงินปันผลในจำนวนที่ต่ำกว่าบริษัทที่มีความแน่นอนของกระแสเงินสด และปัจจัยส่วนหนึ่งที่เป็นตัวกำหนดราคาหลักทรัพย์ (ราคาหุ้นสามัญ) ก็คือ ผลตอบแทนที่นักลงทุนคาดว่าจะได้รับจากการลงทุนในรูปของเงินปันผลและส่วนต่างราคาค่างที่กล่าวไว้ข้างต้น

2.1.6 ทฤษฎีสम्मมติฐานของตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis)

สมมติฐานประสิทธิภาพของตลาด คือ ทฤษฎีการลงทุนที่อ้างว่าตลาดการเงินเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพ ทำให้เป็นไปได้ที่จะเอาชนะตลาด หากตลาดหุ้นนั้นมีประสิทธิภาพ ราคาหุ้นจะสะท้อนถึงข้อมูลที่เกี่ยวข้องทั้งหมดออกมาตลอดเวลา ตามทฤษฎี EMH แล้ว หุ้นในตลาดจะถูกซื้อขายที่มูลค่ายุติธรรมตลอดเวลา ทำให้เป็นไปได้เลยที่นักลงทุนจะสามารถซื้อหุ้นราคาต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง หรือว่าขายหุ้นที่ราคาเกินความเป็นจริง ดังนั้นนักลงทุนจึงไม่สามารถสร้างผลตอบแทนที่มากกว่าตลาดโดยรวมได้ วิธีเดียวที่จะได้รับผลตอบแทนที่สูงกว่าก็คือลงทุนในสิ่งที่มีความเสี่ยงมากกว่า กล่าวคือ ภายใต้อตลาดที่มีประสิทธิภาพ การลงทุนที่มีความเสี่ยงสูงต้องให้ผลตอบแทนที่สูงขึ้นตามไปด้วย ปราณญาดา สถาปนรัตน์กุล (2558) กล่าวว่า ราคาหลักทรัพย์สามารถปรับเปลี่ยนได้ทันทีเมื่อได้รับข่าวสารหรือข้อมูลใหม่ และราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันจะสะท้อนข้อมูลข่าวสารทั้งหมดที่เกี่ยวกับหลักทรัพย์ และในการที่นักลงทุนใช้ข้อมูลกระแสเงินสดประกอบการตัดสินใจลงทุน ซึ่งข้อมูลกระแสเงินสดจึงสะท้อนอยู่ในราคาหลักทรัพย์ ดังนั้น ราคาหลักทรัพย์จึงเป็นสิ่งสะท้อนให้เห็นถึงข้อมูลทางการเงินของบริษัท ถ้าราคาหลักทรัพย์ดี แสดงว่าข้อมูลทางการเงินของบริษัทนั้นดี

2.1.7 ปัจจัยอื่นที่เกี่ยวข้อง จากการทบทวนวรรณกรรมยังพบว่าเนื่องจากสภาพแวดล้อมของกิจการมีความแตกต่างกันซึ่งอาจส่งผลต่อการวิจัยได้ จึงต้องมีการควบคุมปัจจัยดังกล่าวดังนั้นการวิจัยฉบับนี้จึงกำหนดปัจจัยอื่นให้เป็นแปรควบคุม ดังนี้

1. **ขนาดของกิจการ (Size)** เนื่องจากปริมาณของสินทรัพย์รวมแต่ละกิจการในแต่ละประเภทอุตสาหกรรมมีความแตกต่างกัน จากงานวิจัยที่ผ่านมาพบว่าความสัมพันธ์ของขนาดของกิจการต่อมูลค่ากิจการนั้นมีความขัดแย้งกัน โดยกัญญาวิวี ทิพย์ธนะกาญจน์ (2559) พบว่าขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์ในทางลบต่อมูลค่ากิจการโดยบริษัทที่มีขนาดกลางถึงเล็ก ยังไม่ค่อยมีความมั่นคงและมีความเสี่ยงสูง หากกิจการก่อหนี้โดยใช้แหล่งเงินทุนจากภายนอก จะทำให้กิจการมีต้นทุนทางการเงินที่สูงขึ้น และ Job (2003) พบว่าขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกต่อมูลค่ากิจการ และบริษัทที่มีขนาดของกิจการสูงจะมีมูลค่ากิจการซึ่งวัด โดยอัตราส่วนมูลค่าตามราคาตลาดของกิจการต่อมูลค่าทางบัญชี (Price To Book Ratio) ของกิจการที่ต่ำ

2. อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (Debt Ratio) อัตราส่วนหนี้สินรวมเทียบกับสินทรัพย์รวม ถ้ามีอัตราสูงค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมมากแสดงว่ากิจการมีหนี้สินมากไม่เป็นผลดีต่อกิจการทำให้ขาดสภาพคล่องในการบริหารงาน จากการศึกษาของ บุญนาค เกิดสินธุ์ (2554) พบว่าอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับราคาตลาด ซึ่งสามารถเป็นตัวบ่งชี้การเปลี่ยนแปลงมูลค่าตามราคาตลาดได้

2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.2.1 การทบทวนงานวิจัยเกี่ยวกับมูลค่าตามราคาตลาด

จินตนา โลहितหาญ (2554) ได้ศึกษาเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลการดำเนินงาน ความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดในอนาคตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีวัตถุประสงค์เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลการดำเนินงาน ความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดในอนาคตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในส่วนของกิจกรรมจัดหาเงินนั้นได้ทำการแบ่งประเภทของกระแสเงินสดสุทธิที่ได้รับมาสามารถแบ่งได้ 2 ประเภท คือ กระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมเงินและกระแสเงินสดสุทธิจากการเพิ่มทุน ซึ่งจะแสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน ความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดในอนาคต โดยมีกลุ่มตัวอย่าง คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยศึกษาข้อมูลจากงบการเงินของบริษัทที่อยู่ในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2551 – 2554 จากผลการศึกษาพบว่า กระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมเงินมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานและมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดในอนาคตในทิศทางบวก สำหรับกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุนมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน ความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดในอนาคตในทิศทางตรงกันข้าม

อภิศักดิ์ เจียรสุคนธ์, สายทิพย์ จะโนภาย, ดวงฤทัย ณ นครพนม และนิภาภัทร แสนอุบล (2560) ได้ศึกษาเรื่อง ทิศทางของกระแสเงินสดที่มีต่อมูลค่าตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีวัตถุประสงค์เพื่อทดสอบความสัมพันธ์และผลกระทบของทิศทางกระแสเงินสด คือ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน และกระแสเงินสดสุทธิที่มีต่อมูลค่าตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีกลุ่มตัวอย่าง คือ บริษัทจดทะเบียน

ทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่มบริษัทที่ผ่านการคัดเลือก 50 อันดับแรก (SET50) ระหว่างปี 2557 – 2559 โดยศึกษาข้อมูลจากงบกระแสเงินสด จากผลการวิจัยพบว่า ทิศทางของกระแสเงินสดที่เกิดจากกิจกรรมดำเนินงาน มีความสัมพันธ์และผลกระทบกับมูลค่าตามราคาตลาด และกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน กระแสเงินสดจากการลงทุน และกระแสเงินสดสุทธิไม่มีความสัมพันธ์และผลกระทบเชิงบวกกับมูลค่าตามราคาตลาด

ปิยาภิศค์ดิ์ เจียรสุคนธ์, บัณฑิต อินธิโส และดวงฤทัย ณ นครพนม (2561) ได้ศึกษาเรื่อง ทิศทางของกระแสเงินสดที่มีต่อราคาตลาดต่อกำไรและราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อทดสอบความสัมพันธ์และอิทธิพลของกระแสเงินสดที่มีต่อราคาตลาด กำไรและราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มบริษัทที่ผ่านการคัดเลือก 50 อันดับแรก ผลการวิจัยพบว่า 1) กระแสเงินสดทั้ง 3 กิจกรรมประกอบด้วย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO) กิจกรรมลงทุน (CFI) และกิจกรรมจัดหาเงิน (CFF) มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับราคาตลาดต่อกำไร (PE) และราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี (PBV) แสดงให้เห็นว่าดีดักลงทุนให้ความสำคัญต่อกำไร และผลขาดทุนของกิจการ แต่เนื่องจากการกำไรสุทธิที่แสดงในงบกำไรขาดทุนแสดงรายได้หรือผลประกอบการนั้นที่ยังเป็นรายการที่ยังไม่ถูกหักรายการเกณฑ์คงค้างของกิจการ โดยรายการเกณฑ์คงค้างที่เกิดขึ้นเป็นข้อมูลที่ไม่สามารถสะท้อนให้เห็นถึงเสถียรภาพของกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน ได้อย่างชัดเจน จึงเป็นปัจจัยหนึ่งที่นำมาประกอบการพิจารณาสำหรับการบริหารกำไร (Earnings Management) ดังนั้น ในปัจจุบันนักลงทุนให้ความสนใจประกอบกับการพิจารณาข้อมูลเพื่อช่วยในการตัดสินใจโดยใช้ข้อมูลจากงบกระแสเงินสด เพราะงบกระแสเงินสดนั้นสะท้อนให้เห็นถึงแหล่งที่มาและใช้ไปของเงินสด งบกระแสเงินสด ประกอบด้วย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO) กระแสเงินสดที่เกิดจากกิจกรรมลงทุน (CFI) กระแสเงินสดที่เกิดจากกิจกรรมจัดหาเงิน (CFF) กล่าวคือ ข้อมูลในงบกระแสเงินสดจะสะท้อนข้อมูลให้นักลงทุนเห็นว่ากิจการได้รับเงินสดจากการดำเนินงาน การลงทุนและการจัดหาเงินมีจำนวนมากน้อยเพียงใดเพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุน นอกจากนี้ หากกิจการมีกระแสเงินสดเพียงพอ สามารถทำให้กิจการขยายโครงการต่าง ๆ เพิ่มมากขึ้นเพื่อสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการและมีความสามารถในการจ่ายเงินปันผลให้กับนักลงทุนและผู้มีส่วนได้ส่วนเสียของกิจการ และเป็นแรงจูงใจอย่างหนึ่งที่ดึงดูดให้นักลงทุนเข้าร่วมลงทุนกับกิจการ

ปราณญาดา สถาปนรัตน์กุล (2558) ได้ศึกษาเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรที่มีต่อราคาตลาดของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดและ

ความสามารถในการทำกำไรต่อราคาตลาดของหลักทรัพย์ โดยใช้ข้อมูลทางการเงินในช่วงปี 2554 - 2556 จำนวน 66 บริษัท ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาประกอบด้วย กระแสเงินสดทั้ง 3 กิจกรรม ประกอบด้วย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน กระแสเงินสดอิสระ อัตราส่วนกำไรสุทธิ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และราคาตลาดของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ผลการวิจัยพบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานและกระแสเงินสดอิสระมีความสัมพันธ์กับราคาตลาดของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานและกระแสเงินสดอิสระเป็นข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจของนักลงทุน ซึ่งกระแสเงินสดอิสระจะแสดงให้เห็นว่ากระแสเงินสดของกิจการหลังจากหักค่าใช้จ่ายอื่นแล้ว สามารถสะท้อนผลการดำเนินงานของกิจการได้เป็นอย่างดีต่อการตัดสินใจลงทุน และผลการวิจัยนี้สอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณ Signaling Theory การส่งสัญญาณที่ดีที่สุดของราคาหุ้น คือ การที่กิจการมีกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (Cashflow From Operations) ลบด้วยกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน (Cashflow From Investment) เรียกว่า กระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow) เป็นบวก ถ้ากระแสเงินสดอิสระเป็นบวกเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ราคาหุ้นก็จะปรับมูลค่าสูงขึ้น เนื่องจากกระแสเงินสดอิสระสามารถนำไปชำระเงินกู้ยืมหรือจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้นเพิ่มสูงขึ้น ซึ่งจะนำไปสู่การเพิ่มความมั่งคั่งให้กับผู้ถือหุ้นนั่นเอง ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีสम्मมติฐานของตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis) จากความหมายของตลาดที่มีประสิทธิภาพกล่าวว่า ราคาหลักทรัพย์สามารถปรับเปลี่ยนได้ทันทีเมื่อได้รับข่าวสารหรือข้อมูลใหม่ และราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันจะส่งผลสะท้อนข้อมูลข่าวสารทั้งหมดที่เกี่ยวกับหลักทรัพย์ โดยนักลงทุนสามารถพิจารณาใช้ข้อมูลของกระแสเงินสดในการตัดสินใจลงทุน ดังนั้นราคาหลักทรัพย์จึงเป็นสิ่งสะท้อนให้นักลงทุนเห็นถึงข้อมูลทางการเงินของบริษัท ถ้าราคาหลักทรัพย์สูงแสดงว่าข้อมูลทางการเงินของบริษัทนั้นดี จากผลการวิจัยครั้งนี้ นักลงทุนหรือผู้ใช้งบการเงินสามารถที่จะนำผลการวิจัยที่ได้นำไปใช้เป็นเครื่องมือในการวิเคราะห์งบการเงินเพื่อประกอบการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจเป็นไปอย่างมีหลักเกณฑ์ และมีความถูกต้องแม่นยำมากยิ่งขึ้น

วิระวรรณ ศิริพงษ์, กมลรัตน์ สฤทธิพิรพันธุ์ และมัทนชัย สุทธิพันธุ์ (2561) ได้ศึกษาเรื่อง อิทธิพลของกระแสเงินสด ต่อความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด กรณีศึกษา ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาระดับของกระแสเงินสด ความสามารถในการทำกำไร และมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ รวมถึงทดสอบอิทธิพลของมูลค่ากระแสเงินสดต่อความสามารถในการทำกำไร โดยเก็บรวบรวมข้อมูลจากรายงานทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาด

หลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ระหว่างปี 2556 -2558 จำนวน 70 บริษัท ผลการศึกษาพบว่าไม่พบอิทธิพลของมูลค่ากระแสเงินสดในกิจกรรมต่าง ๆ รวมถึงขนาดขององค์กร และประเภทสำนักงานสอบบัญชีต่อระดับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ แต่การศึกษาพบอิทธิพลของมูลค่ากระแสเงินสดในกิจกรรมดำเนินงานและมูลค่ากระแสเงินสดในกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับระดับมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

ธารารัตน์ ทูลไธสง และสมใจ บุญหมื่นไวย (2562) ได้ศึกษาเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างราคาตามบัญชี กำไรจากการดำเนินงาน กำไรสุทธิ กระแสเงินสดจากเงินปันผล และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างราคาตามบัญชี กำไรจากการดำเนินงาน กำไรสุทธิ กระแสเงินสดจากเงินปันผล และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียน โดยรวบรวมข้อมูลจากรายงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการวิจัยพบว่า ($\beta = 0.563, p < .01$) ราคาตามบัญชีมีความสัมพันธ์และมีผลกระทบในทิศทางบวกกับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญมากที่สุดทางสถิติเมื่อพิจารณาเพียงปัจจัยเดียว หากพิจารณาราคาตามบัญชีร่วมกับปัจจัยอื่นที่เกี่ยวข้อง และยังพบว่า ($\beta = 0.327, p < .01$) กำไรจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์และมีผลกระทบในทิศทางบวกกับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ แสดงให้เห็นว่า กำไรจากการดำเนินงานเป็นสาเหตุที่ส่งผลกระทบต่อส่วนทุนของผู้ถือหุ้น อาทิ หากบริษัทมีกำไรจากการดำเนินงานมาก หมายถึงบริษัทสามารถควบคุมค่าใช้จ่ายอื่น ๆ ที่จำเป็นได้ ทำให้บริษัทมีกำไรที่สามารถทำให้ส่วนของผู้ถือหุ้นมีมูลค่าเพิ่มสูงขึ้น ซึ่งสามารถสะท้อนไปสู่ราคาหลักทรัพย์ให้สูงขึ้นได้

บุญนาค เกิดสินธุ์ (2554) ได้ศึกษาเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินและราคาตลาดของหลักทรัพย์กลุ่มพาณิชย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินและราคาตลาดของหลักทรัพย์และทิศทางความสัมพันธ์ที่ส่งผลกระทบต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของกลุ่มพาณิชย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากการศึกษาพบว่าอัตราส่วนทางการเงินมีความสัมพันธ์กับราคาตลาดของหลักทรัพย์โดยอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน

Ni, Huang, Chiang & Liao (2019) ทำการศึกษางบกระแสเงินสดและมูลค่ากิจการ : หลักฐานเชิงประจักษ์ได้หวั่น ผลการวิจัยพบว่าในการเปรียบเทียบตัวแปรอัตราส่วนกระแสเงินสดที่รวมถึงการดำเนินงาน / การขาย, การลงทุน / (TA – CA) และการจัดหาเงิน / (LD + TE) พบว่ามี

ความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าของบริษัท แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีกระแสเงินสดจากกิจกรรมการลงทุนสามารถเพิ่มมูลค่าของบริษัท กระแสเงินสดที่เกิดจากการค้นหาโครงการการจัดทำงบประมาณทุนที่ดีสามารถช่วยในการเพิ่มมูลค่าของบริษัท นอกจากนี้ยังแสดงให้เห็นว่าการจัดหาเงินทุน / $(LD + TE)$ มีผลกระทบในเชิงบวกกับมูลค่าของบริษัท บริษัทที่ระดมทุนสำหรับโครงการการจัดทำงบประมาณการลงทุนสามารถรับกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินและกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานอาจไม่ถือเป็นสัญญาณเชิงบวกสำหรับบริษัทในได้วัน ในความเป็นจริงเนื่องจากการแข่งขันที่มากขึ้นขององค์กรได้วันกระแสเงินสดที่เป็นบวกจากการดำเนินงานอาจเกิดจากกระแสเงินสดรับจากลูกค้าที่เก็บเนื่องจากการลดราคาขายที่มากขึ้นหรือกระแสเงินสดจากสินค้าคงคลังเนื่องจากราคาขายลดลงอาจไม่ถือว่าเป็นสัญญาณเชิงบวก นอกจากนี้กระแสเงินสดจากเจ้าหนี้การค้ำก็ลดลงเนื่องจากการซื้อลดลงเนื่องจากมีคู่แข่งจากเกาหลีและจีนเพิ่มมากขึ้นเป็นผลให้แตกต่างจากความรู้ความเข้าใจของเราว่ากระแสเงินสดที่สูงขึ้นจากกิจกรรมดำเนินงานอาจช่วยเพิ่มมูลค่าของบริษัท การเปิดเผยว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงานอาจไม่ถือเป็นสัญญาณเชิงบวกในได้วันเนื่องจากข้อสรุปข้างต้น

Hoque & Rakow (2015) ทำการศึกษาการเปิดเผยกระแสเงินสดโดยสมัครใจและการคาดการณ์ที่มีความสำคัญต่อมูลค่าของกิจการ มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความเชื่อมโยงระหว่างกระแสเงินสดอิสระ (FCF) กับมูลค่ากิจการ และพบว่ากระแสเงินสดอิสระสามารถเพิ่มมูลค่ากิจการ กระแสเงินสดอาจมีมูลค่าลดลงเนื่องจากบริษัทมีแนวโน้มที่จะลงทุนเพิ่มมากขึ้น และเมื่อระดับการถือครองกระแสเงินสดสูง (Richardson, 2006) มีมุมมองในทิศทางตรงกันข้ามแต่พวกเขาพบว่ากระแสเงินสดอิสระนั้นมีความสัมพันธ์กัน โดยนักลงทุนสามารถใช้ข้อมูลของกระแสเงินสดในการตัดสินใจลงทุน โดยบทความนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อหารือเกี่ยวกับปัญหาเหล่านี้ การออกแบบ / ระเบียบวิธี / แนวทาง โดยผู้แต่งรวบรวมข้อมูลจากการแถลงข่าวและผลประกอบการของแต่ละบริษัท และศึกษาข้อมูลเหตุการณ์ในปัจจุบันเพื่อตรวจสอบนโยบายและการเปิดเผยข้อมูลของบริษัท มีผลต่อมูลค่าของกิจการอย่างไร ผลจากการศึกษาพบว่าการเปิดเผยและการคาดการณ์มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับบริษัทเทคโนโลยีอย่างมีนัยสำคัญซึ่งชี้ให้เห็นว่า บริษัทในอุตสาหกรรมเทคโนโลยีกำลังเตรียมพร้อมที่จะเปิดเผยกระแสเงินสดและการคาดการณ์ในการประกาศผลประกอบการ ยังแสดงให้เห็นว่าการเปิดเผยและการคาดการณ์เหล่านี้ส่งผลเสียต่อมูลค่ากิจการ ของบริษัทเทคโนโลยี

Wael (2016) ศึกษาความสัมพันธ์ของรายได้ กระแสเงินสดและมูลค่าทางบัญชีในอียิปต์ วัตถุประสงค์ ได้รับแรงบันดาลใจจากการขาดการวิจัยเกี่ยวกับคุณค่าของข้อมูลทางบัญชีในตลาดเกิดใหม่ของประเทศตะวันออกกลางและการตั้งสถาบันและการบัญชีที่ไม่เข้าใจใครในอียิปต์

ผลการวิจัยพบว่า รายได้มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ อย่างไรก็ตามรายได้สามารถอธิบายผลตอบแทนได้ดีที่สุด ผลลัพธ์เหล่านี้แสดงให้เห็นว่าการเปลี่ยนแปลงของรายได้ส่วนใหญ่เป็นแบบถาวร และพบว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานไม่มีความสัมพันธ์ผลตอบแทนหลักทรัพย์ กล่าวคือ ประเทศอียิปต์ให้ความสำคัญสำหรับกระแสเงินสดน้อยกว่าเมื่อเทียบกับสหรัฐอเมริกาหรือสหราชอาณาจักร อาจเป็นผลมาจากกระแสเงินสดในอียิปต์มีความผันผวนสูง (ความแปรปรวนสูง) และไม่คงที่ ดังนั้น นักลงทุนจึงไม่ได้ให้ความสนใจและยังพบว่ารายได้และมูลค่าทางบัญชีสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ ผลลัพธ์เหล่านี้แสดงให้เห็นว่าในอียิปต์งบกำไรขาดทุนมีความสำคัญมากกว่างบดุลสำหรับการประเมินค่าโดยรวมแล้วผลลัพธ์เหล่านี้ น่าสนใจเพราะไม่ได้คัดลอกผลลัพธ์อย่างสมบูรณ์จากประเทศอื่น ๆ

2.2.2 การทบทวนงานวิจัยเกี่ยวกับอัตราเงินปันผลตอบแทน

อุษณี วรพันธ์พิทักษ์ (2549) ได้ศึกษาเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและกำไรที่มีต่อราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและกำไรที่มีต่อราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นการวิจัยเชิงประจักษ์ โดยมีกลุ่มตัวอย่างคือบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยกเว้นกลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์ กลุ่มธนาคาร กลุ่มประกันชีวิตและประกันภัย กลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ กองทุน กลุ่มบริษัทที่อยู่ในระหว่างการฟื้นฟู โดยศึกษาข้อมูลจากงบกระแสเงินสดรวม และแบบแยกรายปีระหว่างปี พ.ศ. 2545 – 2548 โดยใช้ตัวแบบสมการประเมินความความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและกำไรที่มีต่อราคาและผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้แก่ ตัวแบบราคา (Price Model) และตัวแบบผลตอบแทน (Return Model) ตัวแปรทุกตัวของแต่ละตัวแบบจะถูกหารด้วยจำนวนของหุ้นสามัญถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก จากผลการศึกษาพบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน กับราคาหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวก กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนกับราคาหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กิจกรรมลงทุน กิจกรรมจัดหาเงิน กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวก

รัมภาภรณ์ อุทัยพัฒนศักดิ์ (2559) ได้ศึกษาเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างการถือครองเงินสดกับมูลค่าของกิจการ : กรณีศึกษาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ข้อมูลระหว่างปี พ.ศ. 2554 – 2558 เพื่อทดสอบความมีอยู่จริงของระดับการถือครองเงินสดที่มีความเหมาะสม กับกิจการซึ่งจะทำให้มูลค่าของกิจการสูงสุด และหากระดับการถือครองเงินสดเปลี่ยนแปลงจากจุดที่เหมาะสมจะส่งต่อมูลค่าของกิจการอย่างไร ผลการศึกษาพบว่า ระดับการถือครองเงินสดที่จะ

สามารถทำให้มูลค่ากิจการสูงที่สุดมีอยู่จริง โดยการถือครองเงินสดที่เพิ่มสูงขึ้นจะส่งผลให้มูลค่าของกิจการเพิ่มขึ้นไปจนถึงจุด Breakpoint และหลังจากนั้นการเพิ่มขึ้นของการถือครองเงินสดจะส่งผลให้มูลค่าของกิจการลดลง โดยระดับเงินสดที่มีความเหมาะสมของกิจการขึ้นอยู่กับปัจจัยหลายปัจจัย อาทิ อัตราส่วนของหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม ความผันผวนของกระแสเงินสด ขนาดของกิจการและการถือสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่อง ยิ่งระดับการถือครองเงินสดเปลี่ยนแปลงไปจากจุดที่เหมาะสมมากขึ้นจะเป็นการเพิ่มขึ้นหรือลดลง ก็จะส่งผลทำให้มูลค่าของกิจการลดลง การถือครองเงินสดสามารถช่วยให้กิจการลดผลกระทบของความไม่แน่นอนของกระแสเงินสดได้ และกิจการยังสามารถลงทุนเพิ่มในโครงการอื่น ๆ โดยการระดมเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายในได้โดยไม่ต้องกู้ยืมจากแหล่งเงินทุนหรือแหล่งเงินกู้ยืมจากภายนอกที่มีต้นทุนทางการเงินในระดับสูง แต่อย่างไรก็ดี การถือเงินสดมากเกินไปจะส่งผลให้กิจการเกิดปัญหาตัวแทนและต้นทุนค่าเสียโอกาสได้ ซึ่งจะเห็นได้ว่า การถือครองเงินสดของกิจการเป็นไปตามทฤษฎีการ Trade-Off ระหว่างประโยชน์ที่ได้รับและต้นทุนส่วนเพิ่ม

อภิเดช แวสุวรรณ (2550) ได้ศึกษาเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลดำเนินงาน ในอนาคต เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลดำเนินงานในอนาคตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยศึกษาข้อมูลจากงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีรอบระยะเวลาบัญชีสิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ.2543 – 2548 กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน 3 ประเภท ประกอบด้วย กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงิน กระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมเงิน และกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้น พบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญ โดยความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตเป็นไปในทิศทางตรงกันข้ามกับ 4 กลุ่มอุตสาหกรรม ประกอบด้วย กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค และ กลุ่มบริการ ส่วนความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต มีเพียง 2 กลุ่มอุตสาหกรรม ประกอบด้วย กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร และกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม และในส่วนของความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต มีจำนวน 5 กลุ่มอุตสาหกรรม ประกอบด้วย กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มทรัพยากร และ กลุ่มบริการ

ปาริชาติ ประจักษ์สูตร (2555) ได้ศึกษาเรื่อง การเปรียบเทียบความสัมพันธ์ของกำไรสุทธิ มูลค่าตามบัญชี และ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ที่มีต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET100 มีวัตถุประสงค์เพื่อเปรียบเทียบความสัมพันธ์ของกำไรสุทธิ มูลค่าตามบัญชี และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET100 และเพื่อเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET100 ตามกลุ่มอุตสาหกรรม โดยวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงิน 3 อัตราส่วน คือ อัตราส่วนความเป็นเจ้าของ อัตรากำไรสุทธิ และอัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อรายได้ กลุ่มตัวอย่าง คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100 ระหว่างปี พ.ศ. 2551 – 2553 จำนวน 56 บริษัท โดยศึกษาข้อมูลจากงบการเงิน เฉพาะกิจการ และราคาปิดรายวันของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100 จากผลการวิจัยพบว่า มูลค่าตามบัญชีมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในทิศทางบวก กำไรสุทธิกับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ไม่มีความสัมพันธ์กัน และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในทิศทางตรงกันข้าม

แก้วมณี อุทธิรัมย์ (2556) ได้ศึกษาเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับผลตอบแทนที่คาดหวังของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กรณีศึกษา กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับผลตอบแทนที่คาดหวังของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในหมวดอุตสาหกรรมเทคโนโลยี จำนวน 10 บริษัท (จากจำนวนบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET100) ในหมวดอุตสาหกรรมเทคโนโลยีจำนวนทั้งสิ้น 10 บริษัท) ในปีพ.ศ. 2553 – 2555 โดยศึกษาจากงบการเงินประจำปีที่มีอยู่แล้วโดยจะใช้ข้อมูลงบการเงินรวม จากผลการวิจัยพบว่า อัตราส่วนทางการเงินทุกอัตราส่วนต่างมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่คาดหวัง ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 อัตราส่วนทุนหมุนเวียนมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่คาดหวังในทิศทางตรงกันข้าม และอัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็วกับผลตอบแทนที่คาดหวังในทิศทางบวก ยกเว้นอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม และอัตรากำไรจากการดำเนินงานที่ไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่คาดหวัง

ธวัชชัย วรสุนทร และอุษณา แจ็งกล้อย (2556) ได้ศึกษาเรื่อง ความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดอิสระกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์: หลักฐานเชิงประจักษ์บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100 มีวัตถุประสงค์เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ของ

กระแสเงินสดอิสระกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ โดยมีกลุ่มตัวอย่างคือ บริษัทซึ่งจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100 โดยเก็บข้อมูลตั้งแต่ปี พ.ศ. 2551- 2556 จำนวน 6 ปี โดยยกเว้นกลุ่มธนาคาร เงินทุนหลักทรัพย์ และประกันภัย โดยศึกษาข้อมูลจากงบการเงินและหมายเหตุประกอบงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย คำนีหลักทรัพย์และข้อมูลราคาตลาดของหุ้นสามัญ ช่วงเวลาระหว่าง พ.ศ. 2551 – 2555 รวม 5 ปี (ซึ่งจะเก็บข้อมูลตั้งแต่ปี พ.ศ. 2551-2556 รวม 6 ปี) โดยมีขนาดของกิจการ (Size) เป็นตัวแปรควบคุม โดยจะใช้แบบจำลองของ Wang (2010) ในการคำนวณหากระแสเงินสดอิสระ ผลการวิจัยพบว่ากระแสเงินสดอิสระมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ในทิศทางบวก และยังพบความสัมพันธ์ในเชิงบวกระหว่างความเสี่ยงจากมูลค่าตลาดกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ในตัวแปรควบคุม

ธนพรธม ปัญญาเฟื่อง (2558) ได้ศึกษาเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีวัตถุประสงค์เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งประกอบด้วยกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน และกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน และมีตัวแปรควบคุมคือ ขนาดของกิจการ โดยมีกลุ่มตัวอย่างคือ กลุ่มบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2555 - 2557 โดยศึกษาข้อมูลจากงบกระแสเงินสดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยกเว้นบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมทางการเงินประกอบด้วย สถาบันการเงิน บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ บริษัทประกันชีวิตและประกันภัย เนื่องจากมีโครงสร้างทางการเงินและบัญชีที่แตกต่างจากอุตสาหกรรมทั่วไป บริษัทที่ไม่ได้ส่งงบการเงินให้กับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย บริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูกิจการ และบริษัทที่ข้อมูลไม่ครบถ้วน ณ วันที่ 31 ธันวาคม ระหว่างปี พ.ศ. 2555 – 2557 และผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ วันที่ 31 ธันวาคม ระหว่างปี พ.ศ. 2555 – 2557 จากผลการวิจัยพบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน และกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในทิศทางบวก และกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในทิศทางตรงกันข้าม

กัญญาวิรี ทิพย์ธนะกาญจน์ (2559) ได้ศึกษาเรื่อง ความผันผวนของกระแสเงินสด ความผันผวนของผลการดำเนินงานต่อมูลค่ากิจการ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีวัตถุประสงค์เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ของความผันผวนของกระแสเงินสด ความผันผวนของผลการดำเนินงานต่อมูลค่าของกิจการ ทั้งนี้ผู้วิจัยได้ศึกษาวิจัยอื่นร่วมด้วย ได้แก่ ขนาดของ

กิจการ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ และอัตราส่วนหนี้สินต่อผู้ถือหุ้น โดยมีกลุ่มตัวอย่างคือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี พ.ศ. 2556 – 2558 จำนวน 72 บริษัท มีกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาจำนวนทั้งหมด 864 ข้อมูล โดยศึกษาข้อมูลจากข้อมูลรายไตรมาสของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยกเว้นบริษัทที่อยู่ในหมวดอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน ซึ่งประกอบไปด้วยกลุ่มธนาคารกลุ่มเงินทุนและหลักทรัพย์ กลุ่มประกันภัยและประกันชีวิต บริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน บริษัทที่มีข้อมูลที่นำมาใช้ในการศึกษาไม่ครบถ้วน โดยการศึกษาได้ใช้แบบจำลองสมการถดถอย (Regression Analysis) ในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ จากการศึกษาพบว่า ความผันผวนของกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน และความผันผวนของผลการดำเนินงานมีความสัมพันธ์ต่อมูลค่ากิจการในเชิงลบ ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีการบริหารความเสี่ยงขององค์กร ที่กล่าวว่านักลงทุนเป็นผู้ที่ชอบหลีกเลี่ยงความเสี่ยง จึงมักจะเลือกลงทุนในกิจการที่มีความมั่นคงและมีความเสี่ยงต่ำ

เพ็ญนิภา พรหมโคตร และณรงค์นิตย์ จันทร์จรัส (2560) ได้ศึกษาเรื่อง กระแสเงินสดผลตอบแทนของหลักทรัพย์ และผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีวัตถุประสงค์เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดประกอบด้วย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน กระแสเงินสดสุทธิ กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ และผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีตัวแปรควบคุมในการศึกษาคือ อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญและขนาดของกิจการ โดยมีกลุ่มตัวอย่างคือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในช่วงปี พ.ศ. 2554 – 2559 จำนวน 139 บริษัท โดยศึกษาข้อมูลจากงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนในบริษัทแห่งประเทศไทย และต้องไม่เป็นบริษัท ที่เข้าข่ายอาจถูกเพิกถอนออกจากตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จากผลการวิจัยพบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานกับผลการดำเนินงานในอนาคตมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวก กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตอย่างมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวก มีกระแสเงินสดสุทธิต่อผลการดำเนินงานในอนาคตมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวก และกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตเงินมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกัน

จีระ จันทร์ชานา ได้ศึกษาเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและกำไรสุทธิที่มีผลต่อราคาและผลตอบแทนหลักทรัพย์ : กลุ่มธุรกิจการเงินที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกำไรสุทธิ กระแสเงินสดทั้ง 3 กิจกรรม ประกอบด้วย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินที่มีผลต่อราคาและผลตอบแทนหลักทรัพย์ กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ใน

การศึกษา คือ กลุ่มธุรกิจการเงินจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยผลการวิจัยพบว่า กระแสเงินสดทั้ง 3 กิจกรรม ได้แก่ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับราคาและผลตอบแทนหลักทรัพย์ และกำไรสุทธิมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับราคาและผลตอบแทนหลักทรัพย์ โดยการศึกษายังพบอีกว่าการตัดสินใจจากกระแสเงินสดสามารถอธิบายราคาและผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้ดีกว่ากำไรสุทธิ

อรทิษา อินทาปัจ (2559) ได้ศึกษาเรื่อง ปัจจัยที่กำหนดการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีวัตถุประสงค์เพื่อสำรวจพฤติกรรมการจ่ายเงินปันผล และศึกษาปัจจัยที่กำหนดการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จำนวน 50 บริษัท ระหว่างปี พ.ศ. 2553-2558 รวมระยะเวลา 6 ปี โดยมีมาตรการวัดการจ่ายเงินปันผล 2 ตัว ได้แก่ อัตราเงินปันผลตอบแทนและอัตราการจ่ายเงินปันผล และทำการวิเคราะห์ปัจจัยที่กำหนดการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจำนวน 9 ตัว ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนเงินทุน หมุนเวียน อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ อัตราส่วนหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม อัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน อัตราการเติบโตของยอดขาย อัตราส่วนระหว่างราคาหุ้นกับมูลค่าทางบัญชีของกิจการ และขนาดของกิจการ จากการศึกษาพบว่า อัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ ร้อยละ 4.53 และอัตราการจ่ายเงินปันผลมีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 76.37 นอกจากนี้จากการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณพบว่าอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนเงินทุน หมุนเวียน อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ และอัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราเงินปันผลตอบแทนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในขณะที่อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมและอัตราส่วนระหว่างราคาหุ้นกับมูลค่าทางบัญชีของกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราเงินปันผลตอบแทนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สำหรับอัตราการจ่ายเงินปันผล พบว่าขนาดของกิจการเป็นปัจจัยเดียวที่มีอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ โดยมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล

ภาณุพันธุ์ อุดมผล (2560) ได้ศึกษาเรื่อง ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย : กรณีศึกษาบริษัทในกลุ่มหุ้นสามัญขนาดใหญ่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาปัจจัยตัวแปรทางการเงินที่ส่งผลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลของหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าตามราคาตลาดขนาดใหญ่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้นและผลตอบแทนต่อสินทรัพย์มีความสัมพันธ์กับ

อัตราการจ่ายเงินปันผลในทิศทางเดียวกัน ในขณะที่ตัวแปรอัตราส่วนสภาพคล่อง อัตราส่วนหนี้สิน และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม ไม่มีอิทธิพลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

Aoun & Hwang (2008) ได้ศึกษาความอ่อนไหวของการลงทุนต่อปัจจัยทาง การเงิน ต่าง ๆ โดยทำการพิจารณาระหว่างบริษัทในอุตสาหกรรมเทคโนโลยี (ICT Firms) และ อุตสาหกรรมอื่น ๆ ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ NASDAQ โดยเก็บข้อมูลตั้งแต่ปี ค.ศ. 1995 – 2005 เนื่องจากบริษัทในอุตสาหกรรมเทคโนโลยีมีการเติบโตอย่างรวดเร็วและมีการลงทุนใน ส่วนของการวิจัยและการพัฒนาสูง ทำให้มีต้นทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกที่สูงกว่าอุตสาหกรรมอื่น นอกจากนี้ยังได้แบ่งกลุ่มบริษัทออกเป็น 3 กลุ่มตามขนาดของกิจการ โดยพิจารณาจากมูลค่า สินทรัพย์และพิจารณาเปรียบเทียบระหว่างช่วงก่อนกับหลังการเกิดวิกฤติฟองสบู่ ในปี ค.ศ. 2000 ภายหลังจากวิกฤติภาคการเงินมีความเข้มงวดในการปล่อยสินเชื่อในการให้บริษัทกู้ยืมเงินมากขึ้นส่งผล ให้ต้นทุนในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอกเพิ่มสูงขึ้น ในแบบจำลองได้มีการเพิ่มตัวแปรทาง การเงินอื่น ๆ ประกอบด้วย อัตรากำไรสุทธิเพื่อวัดความสามารถในการดำเนินงาน, อัตราส่วน หนี้สิน อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวและอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นเพื่อสะท้อนระดับความสามารถใน การชำระหนี้ ถ้าบริษัทที่มีสัดส่วนหนี้สูงจะส่งผลต่อการเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอกได้ ผล การศึกษาพบว่าทุกบริษัทล้วนมีความอ่อนไหวในการลงทุนต่อกระแสเงินสดอย่างมีนัยสำคัญ แต่ อย่างไรก็ตามยังพบว่าอัตราส่วนหนี้สินของบริษัทในอุตสาหกรรมอื่นมีค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวก ในขณะที่ค่าสัมประสิทธิ์ของบริษัทในอุตสาหกรรมเทคโนโลยีมีค่าเป็นลบ เนื่องจากบริษัทใน อุตสาหกรรมนี้มักใช้แหล่งเงินทุนจากภายในบริษัทเป็นหลัก

Watson & Well (2005) ทำศึกษากำไรในรูปแบบต่าง ๆ และกระแสเงินสดที่มีความ สัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ เพื่อแสดงว่ากำไรและกระแสเงินสดนั้นตัวใดเป็นตัววัดผล การดำเนินงานได้ดีกว่า จากการศึกษาพบว่าในกรณีที่บริษัทมีกำไร ตัววัดผลการดำเนินงานด้าน กำไรจะมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์มากกว่ากระแสเงินสดสะท้อนให้เห็นว่างบ การเงินที่จัดทำขึ้นตามเกณฑ์ดังกล่าวนี้ ให้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์เกี่ยวข้องกับการตัดสินใจสำหรับ ผู้ใช้งบการเงิน ส่วนในกรณีที่บริษัทประสบผลขาดทุนทั้งตัววัดผลการดำเนินงานด้านกำไรและ กระแสเงินสดไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์

Lily, Venkatesh & Sukserm (2009) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ของอัตราการจ่ายเงินปัน ผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและถูกจัดอันดับอยู่ในกลุ่ม SET 100 และทำการศึกษาข้อมูลในช่วง พ.ศ. 2544 - 2548 โดยศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการจ่ายเงินปันผลของ กลุ่มบริษัทดังกล่าว คือ ผลประกอบการของบริษัท กระแสเงินสด ราคาซื้อขายหลักทรัพย์ ขนาด

องค์กร และอัตราส่วนของผู้ถือหุ้น จากการศึกษาพบว่า ผลประกอบการของบริษัท กระแสเงินสด ถือเป็นปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อตรงต่อการจ่ายเงินปันผล ในขณะที่ราคาซื้อขายหลักทรัพย์ ขนาดของกิจการ และอัตราส่วนของผู้ถือหุ้นไม่ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผลสำหรับกลุ่มดังกล่าว

Livnat & Zarowin (1990) ได้ทดสอบความสัมพันธ์ของข้อมูลส่วนเพิ่มของกระแสเงินสดทั้ง 3 กิจกรรม ประกอบด้วย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กิจกรรมลงทุน และกิจกรรมจัดหาเงิน ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ พบว่า กระแสเงินสดรับจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในทิศทางเดียวกันและกระแสเงินสดจ่ายจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในทิศทางเดียวกัน และจากการทดสอบกระแสเงินสดทั้ง 3 กิจกรรมพบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ รองลงมากระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ระดับที่มีนัยสำคัญ ในขณะที่กิจกรรมลงทุนไม่มีความสัมพันธ์ในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์

Vincent (1999) ได้ศึกษาความมีคุณค่าโดยการเปรียบเทียบ (Relative Information Content) กับ ความมีคุณค่าส่วนเพิ่ม (Incremental Information Content) ของตัววัดผลการดำเนินงาน โดยพิจารณาจากความสัมพันธ์ของผลตอบแทนหลักทรัพย์กับเงินทุนจากการดำเนินงานและกำไรต่อหุ้น รวมทั้งตัววัดผลการดำเนินงานประเภทอื่นตามหลักบัญชีที่รองรับโดยทั่วไป ซึ่งประกอบด้วยกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย โดยผลการศึกษาพบว่าเงินทุนจากกิจกรรมดำเนินงาน และกำไรต่อหุ้นมีคุณค่าของข้อมูลส่วนเพิ่ม ส่วนกำไรต่อหุ้นมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในระดับต่ำซึ่งแสดงให้เห็นว่ากำไรต่อหุ้นเป็นกำไรทางบัญชีที่มีประโยชน์ต่อการตัดสินใจลงทุนน้อยลง

2.2.3 ปัจจัยอื่นที่เกี่ยวข้อง

จากการทบทวนวรรณกรรม พบว่านอกจากกระแสเงินสด ประกอบด้วย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน กระแสเงินสดสุทธิและความผันผวนของกระแสเงินสด แล้วนั้นยังมีปัจจัยอื่นที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าตามราคาตลาดและอัตราเงินปันผลตอบแทน เนื่องจากสภาพแวดล้อมของแต่ละกิจการมีความแตกต่างกัน ซึ่งอาจจะส่งผลกระทบต่อผลการวิจัยได้ ดังนั้นจึงต้องมีการควบคุมปัจจัยดังกล่าวซึ่งปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อ ดังนั้นการวิจัยฉบับนี้จึงได้กำหนดปัจจัยอื่นเป็นตัวแปรควบคุมดังนี้

1. **ขนาดของกิจการ (Size)** เนื่องจากปริมาณของสินทรัพย์รวมแต่ละกิจการในแต่ละประเภทอุตสาหกรรมมีความแตกต่างกัน จากงานวิจัยที่ผ่านมาพบว่าความสัมพันธ์ของขนาดของ

กิจการต่อมูลค่ากิจการนั้นยังมีความขัดแย้งกัน จากการศึกษาของ Rountree, Weston., & Allayannis (2008) และการศึกษาของ Agrawal & Knoeber (1996) พบว่าขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางลบต่อมูลค่ากิจการ และบริษัทที่มีขนาดของกิจการสูงจะมีมูลค่ากิจการซึ่งวัดโดยอัตราส่วนมูลค่าตามราคาตลาดของกิจการต่อมูลค่าทางบัญชี (Price To Book Ratio) ของกิจการที่ต่ำ แต่ในทางกลับกัน Joh (2003) พบว่าขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกต่อมูลค่ากิจการ โดยกัญญาวิรี ทิพย์ธนะกาญจน์ (2559) พบว่า ขนาดของกิจการไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ

2. อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (Debt Ratio) อัตราส่วนหนี้สินรวมเทียบกับสินทรัพย์รวม ถ้ามีอัตราสูงค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมมากแสดงว่ากิจการมีหนี้สินมากไม่เป็นผลดีต่อกิจการทำให้ขาดสภาพคล่องในการบริหารงาน โดยกัญญาวิรี ทิพย์ธนะกาญจน์ (2559) พบว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (Debt Ratio) มีความสัมพันธ์ในทิศทางลบกับมูลค่ากิจการ และบุญนาถ เกิดสินธุ์ (2554) กลับพบว่า อัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับราคาตลาด ซึ่งสามารถเป็นตัวบ่งชี้การเปลี่ยนแปลงมูลค่าตามราคาตลาดได้

ตารางที่ 1 สรุปการทบทวนวรรณกรรม

ผู้ทำการวิจัย	ตัวแปรต้น (X)	ตัวแปรตาม (Y)	ผลการวิจัย
จินตนา โลหิต หาญ (2554)	1. กระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมเงิน 2. กระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุน	1. ผลการดำเนินงานใน อนาคต 2. ความสามารถในการ ทำกำไรในอนาคต 3. มูลค่าหลักทรัพย์ตาม ราคาตลาดในอนาคต	1. กระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมเงินมีความสัมพันธ์กับผลการ ดำเนินงานและมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดในอนาคต ความสัมพันธ์ในทิศทางบวก 2. กระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุนมีความสัมพันธ์กับผล การดำเนินงาน ความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าหลักทรัพย์ ตามราคาตลาดในอนาคตในทิศทางตรงกันข้าม
อภิศักดิ์ เขียร สุคนธ์, สายทิพย์ จะโนภาย, ดวง ฤทัย ณ นครพนม และ นิภาภัทร แสนอุบล (2560)	1. กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน 2. กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน 3. กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน 4. กระแสเงินสดสุทธิ	มูลค่าตามราคาตลาด	1. กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานกับผลกระทบต่อมูลค่า ตามราคาตลาดมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวก 2. กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหา กระแสเงินสดจากการลงทุน และกระแสเงินสดสุทธิกับมูลค่าตามราคาตลาดไม่มีความสัมพันธ์ กัน

ตารางที่ 1 (ต่อ)

ผู้ทำการวิจัย	ตัวแปรต้น (X)	ตัวแปรตาม (Y)	ผลการวิจัย
ปิยาภิศักดิ์ เกียรติ สุคนธ์, บัณฑิต อินธิโส และดวง ฤทัย ณ นครพนม (2561)	1. กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน 2. กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน 3. กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน	1. ราคาตลาดต่อกำไร 2. ราคาตลาดต่อราคา ตามบัญชี	กระแสเงินสดทั้ง 3 กิจกรรม มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาตลาดต่อกำไร และราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี
ปราณญาดา สถาปนรัตน์กุล (2558)	1. กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน 2. กระแสเงินสดอิสระ	ราคาตลาดของ หลักทรัพย์	กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานและกระแสเงินสดอิสระมีความสัมพันธ์กับราคาตลาดของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 95%
วีระวรรณ ศิริ พงษ์, กมลรัตน์ ศฤงษีพิรพันธุ์, และมันทนชัย สุทธิพันธุ์ (2561)	1. กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน 2. กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน 3. กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน 4. กระแสเงินสดอิสระ	1. ความสามารถในการ ทำกำไร 2. มูลค่าหลักทรัพย์ตาม ราคาตลาด	1. กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน และกระแสเงินสดอิสระกับความสามารถในการทำกำไรไม่มีความสัมพันธ์กัน 2. กระแสเงินสดจากกิจกรรมในการดำเนินงาน และกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวก

ตารางที่ 1 (ต่อ)

ผู้ทำการวิจัย	ตัวแปรต้น (X)	ตัวแปรตาม (Y)	ผลการวิจัย
ธารารัตน์ ทูลไชย และ สมใจ บุญหมี ไวย (2562)	ราคาตามบัญชี 1. กำไรจากการดำเนินงาน 2. กำไรสุทธิ 3. กระแสเงินสดจากเงินปันผล 4. กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน	ราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียน	1. ราคาตามบัญชี กำไรสุทธิ กระแสเงินสดจากเงินปันผล และ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์และมีผลกระทบในเชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ 2. เมื่อพิจารณาราคาตามบัญชีร่วมกับปัจจัยอื่น พบว่า กำไรจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์และมีผลกระทบในเชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ
บุญนาค เกิดสินธุ์ (2554)	อัตราส่วนทางการเงิน อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม	ราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มพาณิชย์	พบว่าอัตราส่วนทางการเงินมีความสัมพันธ์กับราคาตลาดของหลักทรัพย์ โดยอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกัน
Ni, Huang, Chiang & Liao (2019)	1. กระแสเงินสด 2. อัตราส่วนของผู้ถือหุ้น 3. อัตราส่วนสภาพคล่อง 4. อัตราส่วนการหมุนเวียนสินทรัพย์ 5. อัตราส่วนหนี้สิน 6. ขนาดกิจการ	มูลค่าของกิจการ	1. ตัวแปรอัตราส่วนกระแสเงินสดที่รวมถึงการดำเนินงาน / การขาย, การลงทุน/(TA – CA)และการจัดหาเงิน / (LD + TE), พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าของบริษัท 2. การจัดหาเงินทุน/(LD + TE)มีผลเชิงบวกต่อมูลค่าของบริษัท 3. กระแสเงินสดจากการดำเนินงานอาจไม่ถือเป็นสัญญาณเชิงบวก

ตารางที่ 1 (ต่อ)

ผู้ทำการวิจัย	ตัวแปรต้น (X)	ตัวแปรตาม (Y)	ผลการวิจัย
Hoque & Rakow (2015)			การเปิดเผยและการคาดการณ์มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับบริษัทเทคโนโลยีอย่างมีนัยสำคัญซึ่งชี้ให้เห็นว่าบริษัทในอุตสาหกรรมเทคโนโลยีกำลังเตรียมพร้อมที่จะเปิดเผยกระแสเงินสดและการคาดการณ์ในการประกาศผลประกอบการ
Wael (2016)	<ol style="list-style-type: none"> รายได้ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน รายได้และมูลค่าตามบัญชี 	<ol style="list-style-type: none"> ผลตอบแทนหลักทรัพย์ ราคาหลักทรัพย์ 	<ol style="list-style-type: none"> รายได้มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ กระแสเงินสดจากการดำเนินงานไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ รายได้และมูลค่าทางบัญชีสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้
อุษณี วรรณษ์พิทักษ์ (2549)	<ol style="list-style-type: none"> กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมการลงทุน กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน กระแสเงินสดตลอดการะ กระแสเงินสดสุทธิ กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษี 	<ol style="list-style-type: none"> ราคาหลักทรัพย์ ผลตอบแทนหลักทรัพย์ 	<ol style="list-style-type: none"> กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานกับราคาหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวก กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนกับราคาหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับราคาหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวก กระแสเงินสดตลอดการะกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ไม่มี

ตารางที่ 1 (ต่อ)

ผู้ทำการวิจัย	ตัวแปรต้น (X)	ตัวแปรตาม (Y)	ผลการวิจัย
	8. กำไรก่อนรายการพิเศษ 9. กำไรสุทธิ		ความสัมพันธ์กัน 5. กระแสเงินสดสุทธิกับผลตอบแทนหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวก 6. กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ลงทุน จัดหาเงิน กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวก
รั ม ภ า ภ ร ณ์ อุทัยพัฒน์ ศักดิ์ (2559)	1. อัตราส่วนเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดต่อสินทรัพย์รวม 2. เงินสด ตัวแปรควบคุม 1. การลงทุนในสินทรัพย์ไม่มีตัวตน 2. ขนาดของกิจการ 3. อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม	มูลค่าของกิจการ	1. ระดับการถือครองเงินสดที่จะทำให้มูลค่ากิจการสูงที่สุดมีอยู่จริง โดยการถือครองเงินสดเพิ่มขึ้นจะส่งผลให้มูลค่าของกิจการเพิ่มขึ้นจนถึงจุด Breakpoint 2. หลังจากถึงจุด Breakpoint การเพิ่มขึ้นของเงินสดที่ถือครองทำให้มูลค่าของกิจการลดลง 3. อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อมูลค่าของกิจการ 4. ขนาดของกิจการไม่ส่งผลต่อมูลค่าของกิจการ

ตารางที่ 1 (ต่อ)

ผู้ทำการวิจัย	ตัวแปรต้น (X)	ตัวแปรตาม (Y)	ผลการวิจัย
อภิเดช แววสุวรรณ (2550)	<ol style="list-style-type: none"> 1. กระแสเงินสดสุทธิกิจกรรมจัดหาเงิน 2. กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมกู้ยืม 3. กระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้น <p>ตัวแปรควบคุม</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด 2. ผลการดำเนินงานปีปัจจุบัน 3. กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุน 	<ol style="list-style-type: none"> 1. ผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต 2. ผลการดำเนินงานในอนาคต 	<ol style="list-style-type: none"> 1. กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตในทิศทางตรงกันข้าม 2. กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินทั้ง 3 ประเภท มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคตในทิศทางตรงกันข้าม
ปาริชาติ ประจักษ์สุตร์ (2555)	<ol style="list-style-type: none"> 1. มูลค่าตามบัญชี (มูลค่าตามบัญชีของงวดก่อน+กำไรสุทธิของงวดปัจจุบัน) 2. กำไรสุทธิ (รับรู้ด้วยมูลค่ายุติธรรม) 3. กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน 	อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์	<ol style="list-style-type: none"> 1. มูลค่าตามบัญชีมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในทิศทางบวก 2. กำไรสุทธิกับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ไม่มีความสัมพันธ์กัน 3. กระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในทิศทางตรงกันข้าม

ตารางที่ 1 (ต่อ)

ผู้ทำการวิจัย	ตัวแปรต้น (X)	ตัวแปรตาม (Y)	ผลการวิจัย
แก้วมณี อุทธิรัมย์ (2556)	อัตราส่วนทางการเงิน	ผลตอบแทนที่ คาดหวัง	อัตราส่วนทางการเงินทุกอัตราส่วนต่างมีความสัมพันธ์กับ ผลตอบแทนที่คาดหวัง ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05
ธวัชชัย วรสุนทร และอุษณา แจ็ง คล้อย (2556)	กระแสเงินสดอิสระ	ผลตอบแทนจาก หลักทรัพย์	กระแสเงินสดอิสระมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนจาก หลักทรัพย์ในทิศทางบวก
ธนพรพรหม ปัญญา เฟื่อง (2558)	1. กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน 2. กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน 3. กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน ตัวแปรควบคุม ขนาดของบริษัท	ผลตอบแทนของ หลักทรัพย์	1. กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน และกระแสเงินสดจาก กิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวก 2. กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนมีความสัมพันธ์ทิศทาง ตรงกันข้าม
กัญญาวีร์ ทิพย์ธ นะกาญจน์ (2559)	1. ความผันผวนของกระแสเงินสด 2. ความผันผวนของกำไรสุทธิความผัน ผวนของกำไรสุทธิ ตัวแปรควบคุม	มูลค่ากิจการ	1. ความผันผวนของกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์ในทางตรงกัน ข้าม 2. ความผันผวนของผลการดำเนินงานมีความสัมพันธ์ในทิศทาง ตรงกันข้าม

ตารางที่ 1 (ต่อ)

ผู้ทำการวิจัย	ตัวแปรต้น (X)	ตัวแปรตาม (Y)	ผลการวิจัย
	<ol style="list-style-type: none"> ขนาดกิจการ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ อัตราส่วนหนี้สินต่อผู้ถือหุ้น 		
เพ็ญนิภา พรหมโคตร และ นงค์นิศย์ จันทร์จรัส (2560)	<ol style="list-style-type: none"> กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน กระแสเงินสดสุทธิ <p>ตัวแปรควบคุม อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ</p>	<ol style="list-style-type: none"> ผล ต อ บ แ ท น หลักทรัพย์ในอนาคต ผลการดำเนินงานในอนาคต 	<ol style="list-style-type: none"> กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานกับผลการดำเนินงานในอนาคตมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวก กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตอย่างมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวก กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหากับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตเงินมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม มีกระแสเงินสดสุทธิต่อผลการดำเนินงานในอนาคตมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวก
จีระ จันทร์ชานา	<ol style="list-style-type: none"> กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน กำไรสุทธิ 	<p>ผล ต อ บ แ ท น หลักทรัพย์</p>	<ol style="list-style-type: none"> กระแสเงินสด 3 กิจกรรมมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม กำไรสุทธิมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกันโดยกระแสเงินสดสามารถอธิบายราคาและผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้ดีกว่ากำไรสุทธิ

ตารางที่ 1 (ต่อ)

ผู้ทำการวิจัย	ตัวแปรต้น (X)	ตัวแปรตาม (Y)	ผลการวิจัย
อรทิษา อินทาปัจ (2559)	<ol style="list-style-type: none"> อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ อัตราส่วนหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม อัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน อัตรการเติบโตของยอดขาย อัตราส่วนระหว่างราคาหุ้นกับมูลค่าทางบัญชีของกิจการ ขนาดของกิจการ 	<ol style="list-style-type: none"> อัตราเงินปันผลตอบแทน อัตรการจ่ายเงินปันผล 	<ol style="list-style-type: none"> อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ และอัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราเงินปันผลตอบแทนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมและอัตราส่วนระหว่างราคาหุ้นกับมูลค่าทางบัญชีของกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราเงินปันผลตอบแทนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ พบว่าขนาดของกิจการเป็นปัจจัยเดียวที่มีอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญต่ออัตรการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ โดยมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกต่ออัตรการจ่ายเงินปันผล
ภาณุพันธุ์ อุดมผล (2560)	<ol style="list-style-type: none"> อัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ อัตราส่วนสภาพคล่อง อัตราส่วนหนี้สินต่อผู้ถือหุ้น 	<ol style="list-style-type: none"> อัตรการจ่ายเงินปันผล 	<ol style="list-style-type: none"> ผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้นและผลตอบแทนต่อสินทรัพย์มีความสัมพันธ์กับอัตรการจ่ายเงินปันผลในทิศทางเดียวกัน ตัวแปรอัตราส่วนสภาพคล่อง อัตราส่วนหนี้สิน และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม ไม่มีอิทธิพลต่อ

ตารางที่ 1 (ต่อ)

ผู้ทำการวิจัย	ตัวแปรต้น (X)	ตัวแปรตาม (Y)	ผลการวิจัย
	5. สินทรัพย์รวม 6. กระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม 7. การเติบโตของยอดขาย 8. การกระจายการถือหุ้นผู้ถือหุ้นรายย่อย		อัตราการจ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ
Aoun & Hwang (2008)	ศึกษาความอ่อนไหวของการลงทุนต่อปัจจัยทางการเงินต่าง ๆ โดยทำการพิจารณาระหว่างบริษัทในอุตสาหกรรมเทคโนโลยี (ICT Firms) และอุตสาหกรรมอื่น ๆ ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ NASDAQ		1. ทุกบริษัทล้วนมีความอ่อนไหวของการลงทุนต่อกระแสเงินสดอย่างมีนัยสำคัญ 2. อัตราส่วนหนี้สินของบริษัทในอุตสาหกรรมอื่นมีค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวกในขณะที่สัมประสิทธิ์ของบริษัทในอุตสาหกรรมเทคโนโลยีเป็นค่าเป็นลบ เนื่องจากบริษัทในอุตสาหกรรมนี้มักใช้แหล่งเงินทุนจากส่วนของเจ้าของเป็นหลัก
Lily, Venkatesh & Sukserm, (2009)	1. ผลประกอบการของบริษัท 2. กระแสเงินสด 3. ราคาซื้อขายหลักทรัพย์ 4. ขนาดของกิจการ	อัตราการจ่ายเงินปันผล	1. ผลประกอบการของบริษัท กระแสเงินสดเป็นปัจจัยที่มีผลกระทบโดยตรงต่อการจ่ายเงินปันผล 2. ราคาซื้อขายหลักทรัพย์ ขนาดของกิจการ และ อัตราส่วนของผู้ถือหุ้น ไม่มีผลต่อการจ่ายเงินปันผล

ตารางที่ 1 (ต่อ)

ผู้ทำการศึกษา	ตัวแปรต้น (X)	ตัวแปรตาม (Y)	ผลการวิจัย
	5. อัตราส่วนของผู้ถือหุ้น		
Watson & Well (2005)	<ol style="list-style-type: none"> 1. กำไรก่อนดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าใช้จ่ายตัดจ่าย 2. กำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี 3. กำไรสุทธิก่อนหักภาษี 4. กำไรสุทธิหลังหักภาษี 5. กระแสเงินสดอิสระ 6. กระแสเงินสดสุทธิ 	ผลตอบแทนหลักทรัพย์	<ol style="list-style-type: none"> 1. บริษัทมีกำไร ตัววัดผลการดำเนินงานด้านกำไรจะสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์มากกว่ากระแสเงินสดซึ่งถือว่างบการเงินที่จัดทำขึ้นตามเกณฑ์คงค้าง 2. ส่วนในกรณีที่บริษัทประสบภาวะขาดทุนทั้งตัววัดผลการดำเนินงานด้านกำไรและกระแสเงินสดไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์
Livnat & Zarowin (1990)	<ol style="list-style-type: none"> 1. กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน 2. กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน 3. กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน 	ผลตอบแทนหลักทรัพย์	<ol style="list-style-type: none"> 1. รายการแต่ละรายการในกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ 2. กิจกรรมจัดหาเงิน จากการจำหน่ายหุ้นมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ระดับที่มีนัยสำคัญ 3. กิจกรรมลงทุนไม่มีความสัมพันธ์ในการอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์

ตารางที่ 1 (ต่อ)

ผู้ทำการวิจัย	ตัวแปรต้น (X)	ตัวแปรตาม (Y)	ผลการวิจัย
Vincent (1999)	ศึกษาความมีคุณค่าโดยเปรียบเทียบ ข้อมูลที่เกี่ยวข้อง (Relative Information Content) และความมีคุณค่าส่วนเพิ่ม (Incremental Information Content) ของตัววัดผลการดำเนินงาน	ผลตอบแทนหลักทรัพย์	เงินทุนจากกิจกรรมดำเนินงาน และกำไรต่อหุ้นมีคุณค่าของข้อมูลส่วนเพิ่ม ส่วนกำไรต่อหุ้นมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในระดับต่ำ ซึ่งจะแสดงให้เห็นว่ากำไรต่อหุ้นซึ่งเป็นกำไรทางบัญชีมีประโยชน์ต่อการตัดสินใจน้อยลง

บทที่ 3

ระเบียบวิธีการวิจัย

การศึกษาเกี่ยวกับ ความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดที่มีต่อมูลค่าตามราคาตลาดและอัตราเงินปันผลตอบของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในบทนี้ผู้ศึกษาได้มีการรวบรวมรายละเอียดเกี่ยวกับระเบียบวิธีการวิจัยนับตั้งแต่การออกแบบงานวิจัยให้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Research) เพื่อค้นคว้าสืบค้นข้อมูล โดยรวบรวมข้อมูลจากรายงานประจำปีงบการเงินและข้อมูลของบริษัทที่เผยแพร่ข้อมูลผ่านตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวน 456 บริษัท โดยการใช้การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) ในการทดสอบข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเกี่ยวกับกระแสเงินสดกับมูลค่าตามราคาตลาดและอัตราเงินปันผลตอบแทน เพื่อนำผลที่ได้เป็นแนวทางในการเพิ่มประสิทธิภาพการบริหารเงินสดของบริษัท และสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุน

ทั้งนี้ สำหรับการศึกษาค้นคว้าความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดที่มีต่อมูลค่าตามราคาตลาดและอัตราเงินปันผลตอบของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นการศึกษาโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาค้นคว้าความสัมพันธ์ของกระแสเงินสด ประกอบด้วย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (Operating Cash Flow) กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน (Investing Cash Flow) กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน (Financing Cash Flow) กระแสเงินสดสุทธิ (Net Cash Flow) และความผันผวนของกระแสเงินสด (Cash Flow Volatility) ที่มีต่อมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) และอัตราเงินปันผลตอบแทน (Dividend Yield) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ในการศึกษาครั้งนี้เป็นการเก็บข้อมูลจากแหล่งทุติยภูมิซึ่งเป็นการเก็บรวบรวมข้อมูลจากงบการเงินประจำปีของแต่ละบริษัทที่อยู่ในเว็บไซต์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ฐานข้อมูล SETSMART) โดยผู้วิจัยได้นำเสนอระเบียบวิธีการวิจัยโดยเรียงตามลำดับดังนี้

- 3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง
- 3.2 เครื่องมือที่ใช้ในการเก็บรวบรวมข้อมูล
- 3.3 การเก็บรวบรวมข้อมูล
- 3.5 สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ คือ บริษัทมหาชนจำกัดในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลจากงบการเงินประจำปี พ.ศ. 2559 - 2561 รวมทั้งสิ้น 3 ปี มีจำนวนทั้งสิ้น 614 บริษัท (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2562) ยกเว้น

(1) บริษัทที่อยู่ในช่วงให้ชี้แจงงบการเงิน ระหว่างการฟื้นฟูผลการดำเนินงาน บริษัทที่อยู่ในช่วงที่ ก.ล.ต. สั่งให้แก้ไขงบการเงิน เนื่องจาก มีความผันผวนของผลการดำเนินงานและต้องปฏิบัติตามหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง ผู้วิจัยจึงไม่นำข้อมูลของบริษัทดังกล่าวมารวมด้วย เพราะจะทำให้ผลการวิจัยเบี่ยงเบนและเกิดความผิดพลาดได้

(2) บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) เนื่องจาก กลุ่มบริษัทเหล่านี้เป็นกลุ่มบริษัทที่มีลักษณะที่มีข้อบ่งชี้ในการจัดทำและนำเสนองบการเงินที่แตกต่างจากอุตสาหกรรมอื่น ๆ

(3) บริษัททุนหลักทรัพย์ บริษัทที่เป็นสถาบันการเงินและบริษัทกลุ่มประกันภัยที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจการเงิน เนื่องจากลักษณะการดำเนินธุรกิจของบริษัทเหล่านี้ต่างจากกลุ่มธุรกิจอื่น ๆ ซึ่งอาจมีผลต่อผลการวิจัย

ได้กลุ่มตัวอย่างจากประชากรในการวิจัยครั้งนี้จำนวน 456 บริษัท โดยจำแนกเป็น 7 กลุ่มอุตสาหกรรม (ดังตารางที่ 2 แสดงประชากรที่นำมาใช้ในการวิจัย)

ตารางที่ 2 ประชากรที่ใช้ในการวิจัย

รายชื่อกลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนบริษัท
1. กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	48
2. กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร	47
3. กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี	35
4. กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ	108
5. กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม	86
6. กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคและบริโภค	37
7. กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	95
รวม	456

ที่มา : รายชื่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2562)

3.2 เครื่องมือที่ใช้ในการเก็บรวบรวมข้อมูล

เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัยในครั้งนี้คือแบบบันทึกข้อมูล

การเก็บรวบรวมข้อมูลของตัวแปร

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้แก่

1. อัตราส่วนทางการเงิน รวบรวมจากข้อมูลงบการเงินปี 2559 - 2561 และสรุปข้อมูลสารสนเทศบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งรวบรวมจาก SETSMART รวมทั้งข้อมูลจากงานวิจัยและเอกสารที่เกี่ยวข้องกับงานวิจัย
2. ราคาตลาดหลักทรัพย์ จากการสรุปข้อมูลสารสนเทศบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตัวแปรตาม (Dependent Variables)

ตัวแปรตาม วัดมูลค่าโดยใช้ มูลค่าตามราคาตลาด และอัตราเงินปันผลตอบแทน

ตารางที่ 3 ตัวแปรตามและการวัดค่าตัวแปร

ตัวแปร	การวัดค่าตัวแปร
มูลค่าตามราคาตลาด (MARKET CAP)	ราคาปิดของหุ้น X จำนวนหุ้นจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์
อัตราเงินปันผลตอบแทน (DY)	$[(\text{มูลค่าเงินปันผลรวม} \times 100) / (\text{ราคาปิดของหุ้นสามัญ} \times \text{จำนวนหุ้นสามัญ} - \text{จำนวนหุ้นซื้อคืน})]$

ตัวแปรอิสระ (Independent Variables)

ตัวแปรอิสระที่ได้ทำการเก็บรวบรวมข้อมูล จากการศึกษาเรื่อง ความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดที่มีต่อมูลค่าตามราคาตลาดและอัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ผู้ศึกษาได้กำหนดตัวแปรที่เกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดที่มีต่อมูลค่าตามราคาตลาดและอัตราเงินปันผลตอบแทน มีตัวแปรอิสระ 5 ตัว ดังนี้

1) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO) กระแสเงินสดที่ได้มา/ใช้ไปจากกิจกรรมหลักที่ก่อให้เกิดรายได้และค่าใช้จ่ายจากการดำเนินงานของกิจการ เพื่อลดความแตกต่างของขนาดกิจการ โดยคำนวณจาก

$$\frac{\text{กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงาน}}{\text{สินทรัพย์รวมเฉลี่ย}}$$

2) กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน (CFF) กระแสเงินสดที่เกิดจากการก่อหนี้ทั้งระยะสั้นและระยะยาวและกระแสเงินสดที่ได้รับจากการลงทุน โดยเจ้าของและส่วนของการกู้ยืมของกิจการ เพื่อลดความแตกต่างของขนาดกิจการ โดยคำนวณจาก

$$\frac{\text{กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงิน}}{\text{สินทรัพย์รวมเฉลี่ย}}$$

3) กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน (CFI) กระแสเงินสดที่เกิดจากการซื้อและจำหน่ายสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนและเงินลงทุนอื่นของกิจการซึ่งไม่รวมอยู่ในรายการเทียบเท่าเงินสด กระแสเงินสดดังกล่าวแสดงถึงรายจ่ายที่กิจการได้จ่ายไป เพื่อให้ได้มาซึ่งสินทรัพย์ต่าง ๆ ที่จะก่อให้เกิดรายได้และกระแสเงินสดรับในอนาคต เพื่อลดความแตกต่างของขนาดกิจการ โดยคำนวณจาก

$$\frac{\text{กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุน}}{\text{สินทรัพย์รวมเฉลี่ย}}$$

4) กระแสเงินสดสุทธิ (NCF) กระแสเงินสดที่ได้รับจริงจากกิจกรรมดำเนินงาน กิจกรรมลงทุน กิจกรรมจัดหาเงิน เพื่อลดความแตกต่างของขนาดกิจการ โดยคำนวณจาก

$$\frac{\text{กระแสเงินสดสุทธิ}}{\text{สินทรัพย์รวมเฉลี่ย}}$$

5) ความผันผวนของกระแสเงินสด (Cash Flow Volatility) หมายถึง ความผันผวนของกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (Cash Flows From Operating Activities) โดยคำนวณจาก

$$\frac{\text{กระแสเงินสดสิ้นปี} - \text{กระแสเงินสดต้นปี}}{\text{กระแสเงินสดต้นปี}}$$

ตารางที่ 4 ตัวแปรอิสระและการวัดค่าตัวแปร

ตัวแปร	การวัดค่าตัวแปร
กระแสเงินสดกิจกรรมดำเนินงาน (CFO)	กระแสเงินสดกิจกรรมดำเนินงานหารสินทรัพย์รวมเฉลี่ย
กระแสเงินสดกิจกรรมลงทุน (CFI)	กระแสเงินสดกิจกรรมลงทุนหารสินทรัพย์รวมเฉลี่ย
กระแสเงินสดกิจกรรมจัดหาเงิน (CFF)	กระแสเงินสดกิจกรรมจัดหาเงินหารสินทรัพย์รวมเฉลี่ย
กระแสเงินสดสุทธิ (NCF)	กระแสเงินสดสุทธิหารสินทรัพย์รวมเฉลี่ย
ความผันผวนของกระแสเงินสด (CFV)	(กระแสเงินสดสิ้นปี – กระแสเงินสดต้นปี) หารกระแสเงินสดต้นปี

ตัวแปรควบคุม (Control Variables)

เนื่องจากสภาพแวดล้อมของแต่ละกิจการมีความแตกต่างกัน ซึ่งอาจจะส่งผลกระทบต่อผลการวิจัยได้ ดังนั้นจึงต้องมีการควบคุมปัจจัยดังกล่าวซึ่งปัจจัยที่ส่งผลกระทบและตัวแปรควบคุมที่ใส่ในแบบจำลองมี ดังนี้

1. ขนาดของกิจการ (Size) เนื่องจากปริมาณของสินทรัพย์รวมแต่ละกิจการในแต่ละประเภทอุตสาหกรรมมีความแตกต่างกัน จากงานวิจัยที่ผ่านมาพบว่าความสัมพันธ์ของขนาดของกิจการต่อมูลค่ากิจการนั้นยังมีความขัดแย้งกัน จากการศึกษาของ Agrawal & Knoeber (1996) และ Lins (2003) รวมทั้งการศึกษาของ Rountree et al. (2008) พบว่าขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางลบต่อมูลค่ากิจการ แต่ในทางกลับกัน Joh (2003) พบว่าขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกต่อมูลค่ากิจการ โดยบริษัทที่มีขนาดของกิจการสูงจะมีมูลค่ากิจการซึ่งวัดโดยอัตราส่วนมูลค่าตามราคาตลาดของกิจการต่อมูลค่าทางบัญชี (Price To Book Ratio) ของกิจการที่ต่ำ โดยกัญญาวิวี ทิพย์ชนะกาญจน์ (2559) พบว่า ขนาดของกิจการไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ โดยคำนวณจาก

$$SIZE_{it} = \text{Log (Asset)}$$

2. อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (Debt Ratio) หมายถึง อัตราส่วนที่แสดงโครงสร้างเงินทุนของกิจการ ถ้าอัตราสูงค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมมาก แสดงว่ากิจการมีหนี้สินมากไม่เป็นที่ดีต่อกิจการ ทำให้ขาดสภาพคล่องในการดำเนินงาน ได้โดยคำนวณจาก

$$\text{Debt Ratio} = \frac{\text{หนี้สินรวม (Total Debt)}}{\text{สินทรัพย์รวม (Total Assets)}}$$

ตารางที่ 5 ตัวแปรควบคุมและการวัดค่าตัวแปร

ตัวแปร	การวัดค่าตัวแปร
ขนาดของกิจการ (Size)	ลอกกาลิทึมของสินทรัพย์รวม
อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (Debt Ratio)	หนี้สินรวมหารสินทรัพย์รวม

3.3 การเก็บรวบรวมข้อมูล

ผู้วิจัยได้ดำเนินการดังต่อไปนี้

1. ศึกษาแนวคิดทฤษฎี และผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง เพื่อกำหนดนิยามเชิงปฏิบัติการ และโครงสร้างของตัวแปรที่ต้องการจะศึกษาตามกรอบแนวคิดในการวิจัย

2. รวบรวมข้อมูลกระแสเงินสดจากข้อมูลงบการเงินและรวมทั้งราคาตลาดหลักทรัพย์ในฐานะข้อมูล SETSMART (SET Market Analysis And Reporting Tool) กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค และกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และการก่อสร้าง รวมทั้งราคาตลาดหลักทรัพย์จากสรุปข้อมูลราคาหลักทรัพย์

3. นำข้อมูลที่ได้จากการรวบรวม มาวิเคราะห์ทางสถิติเพื่อหาค่าความสัมพันธ์โดยใช้โปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติ

4. กำหนดตัวเลขทางสถิติของแต่ละตัวแปรด้วยโปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติ ในส่วนของการวิเคราะห์ข้อมูลซึ่งใช้โปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติ เนื่องจากเป็นโปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติสามารถวิเคราะห์ข้อมูลได้อย่างมีประสิทธิภาพ ส่วนเทคนิคทางสถิติที่นำมาใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลครั้งนี้ประกอบด้วย สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ที่นำเสนอในรูปแบบของตารางแจกแจงความถี่ และร้อยละ (Frequency And Proportion) ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน

(Standard Deviation) และค่าต่ำสุด (Minimum) ทั้งนี้เพื่อใช้อธิบายผลการวิจัยเบื้องต้นเกี่ยวกับข้อมูลของกลุ่มตัวแปรที่เก็บข้อมูลได้นั้น ส่วนค่าสถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) ที่นำมาวิเคราะห์ข้อมูลคือ เทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) เพื่อใช้ในการอธิบายผลการวิจัยเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอื่น ๆ ซึ่งเป็นโปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติเข้ามาเป็นเครื่องมือที่ช่วยคำนวณหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตาม และตัวแปรอิสระ

5. การทดสอบวิเคราะห์ค่าสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) นำข้อมูลมาทดสอบทางสถิติ เพื่อบรรยายคุณลักษณะของข้อมูล ได้แก่ ค่าเฉลี่ยเลขคณิต (Mean) ค่ามัธยฐาน (Median) ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ค่าสูงสุด (Maximum) และค่าต่ำสุด (Minimum)

6. การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistic)

6.1 การวิเคราะห์สหสัมพันธ์เชิงซ้อน (Correlation Analysis) โดยการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson Correlation Coefficient) เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดกับมูลค่าตามราคาตลาดและอัตราเงินปันผลตอบแทน

6.2 การวิเคราะห์ Tolerance และค่า VIF การวิเคราะห์ Tolerance และค่า VIF โดยการวิเคราะห์ค่า Tolerance และค่า VIF เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างกัน

7. การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regressions Analysis) นำข้อมูลมาทดสอบทางสถิติเพื่อหาความสัมพันธ์ของกระแสเงินสด โดยใช้อัตราต่อมูลค่าตามราคาตลาดและอัตราเงินปันผลตอบแทนเป็นตัวแปรตาม

3.4 สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

3.4.1 สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) งานวิจัยครั้งนี้ใช้สถิติเชิงพรรณนามาวิเคราะห์ข้อมูลเพื่อศึกษา ค่าเฉลี่ย (Mean) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ค่าสูงสุด (Maximum) และค่าต่ำสุด (Minimum) โดยเป็นการอธิบายภาพรวมข้อมูลขั้นพื้นฐานในแบบการพรรณนาของตัวแปรอิสระ ประกอบด้วย 1. กระแสเงินสดกิจกรรมดำเนินงาน 2. กระแสเงินสดกิจกรรมลงทุน 3. กระแสเงินสดกิจกรรมจัดหาเงิน 4. กระแสเงินสดสุทธิ 5. ความผันผวนของกระแสเงินสด และวิเคราะห์โดยการวัดค่าตัว ซึ่งประกอบด้วย 1. มูลค่าตามราคาตลาด 2. อัตราเงินปันผลตอบแทน โดยมีขนาดของกิจการและอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมเป็นตัวแปรควบคุม และการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) วิธีที่ใช้วัดความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรหรือชุดข้อมูล 2 ชุด โดยที่ตัวแปรที่นำมาศึกษาในต้องอยู่ในรูปอัตราส่วน ซึ่งถ้าหากค่าที่ได้ออกมาเป็นค่าเข้าใกล้ -1 หรือ 1 แสดงถึงความสัมพันธ์ของทั้ง 2 ตัวแปรว่ามีความสัมพันธ์กันอยู่ในระดับสูง แต่ถ้าหากค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้มีค่าเข้าใกล้ 0 แสดงถึงระดับความสัมพันธ์ระหว่าง 2

ตัวแปรว่ามีความสัมพันธ์อยู่ในระดับต่ำหรือไม่ซึ่งโดยทั่วไป ระดับของค่าสัมประสิทธิ์ที่ยอมรับได้ อยู่ที่ไม่เกิน -0.8 หรือ 0.8 แต่โดยทั่วไปได้มีเกณฑ์ที่กำหนดความสัมพันธ์ของระหว่าง 2 ตัวแปรไว้ ดังนี้

ค่า r ระดับของความสัมพันธ์

0.90 - 1.00 มีความสัมพันธ์กันสูงมาก

0.70 - 0.90 มีความสัมพันธ์กันในระดับสูง

0.50 - 0.70 มีความสัมพันธ์กันในระดับปานกลาง

0.30 - 0.50 มีความสัมพันธ์กันในระดับต่ำ

0.00 - 0.30 มีความสัมพันธ์กันในระดับต่ำมาก

ซึ่งการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Pearson Correlation Coefficient) นี้เพื่อทดสอบว่าตัวแปรที่นำมาศึกษานั้นมีปัญหาภาวะร่วมหรือแปรปรวนซ้อนทับของตัวแปร (Multicollinearity) ถ้าหากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ที่ได้จากการทดสอบมีระดับความสัมพันธ์ระหว่าง 2 ตัวแปรนั้นมีค่าสูงแสดงถึงว่าตัวแปรทั้ง 2 นั้นมีความสัมพันธ์กันเอง อาจทำให้ผลลัพธ์ที่ได้จากสมการถดถอยนั้นมีความแม่นยำที่ลดลง

3.4.2 สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) การวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติเชิงอนุมานในการศึกษาครั้งนี้ โดยการวิเคราะห์ข้อมูลความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) เพื่อทดสอบสมมติฐานการวิจัยโดยใช้ตัวแบบสมการถดถอยเชิงพหุในการทดสอบ วัตถุประสงค์ของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระแต่ละตัว ในการศึกษาครั้งนี้ ผู้วิจัยได้นำ กระแสเงินสด ประกอบด้วย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน กระแสเงินสดสุทธิ และความผันผวนของกระแสเงินสด (ตัวแปรอิสระ) ทดสอบหาความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าตามราคาตลาด และอัตราเงินปันผลตอบแทน (ตัวแปรตาม) โดยแยกการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ตามสมมติฐานของงานวิจัยสำหรับผลการวิจัยที่ได้จากการศึกษาผู้วิจัยได้นำเสนอไว้ในบทที่ 4

สำหรับการพิจารณาค่าที่มีอิทธิพลที่เกิดจาก X (ตัวแปรอิสระ) และ Y (ตัวแปรตาม) นั้น จะใช้ค่าสถิติ DFITS และ Cook's D ในการตัดสินใจ โดย เกณฑ์การพิจารณาว่าค่าสังเกตที่ i เป็นค่าที่มีอิทธิพลหรือไม่เมื่อใช้ค่า DFITS คือ ถ้าค่า DFITS มากกว่า $2 * \sqrt{\frac{k+1}{n}}$ (k หมายถึง จำนวนตัวแปรอิสระ และ n หมายถึง จำนวนตัวอย่าง) จะถือว่าค่าสังเกตที่ i เป็นค่าที่มีอิทธิพล และการพิจารณาค่า Cook's D จะถือว่าค่าสังเกตที่ i เป็นค่าที่มีอิทธิพลเมื่อ Cook's D มากกว่า 1 โดยค่าสังเกตที่ระบุว่าเป็นค่าผิดปกติและค่าที่มีอิทธิพลจะไม่นำมารวมในการประมวลผล

จากนั้นจะทำการตรวจสอบเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอย ดังนี้

1. ค่าเฉลี่ยของค่าความคลาดเคลื่อนเป็นศูนย์ ตรวจสอบ โดย $\frac{\sum e_i}{n}$ (e_i คือ ความคลาดเคลื่อนของแต่ละตัวอย่าง และ n คือ จำนวนตัวอย่าง) (กัลยา วานิชย์บัญชา, 2560)
2. ค่าความคลาดเคลื่อนมีการแจกแจงแบบปกติ ตามสมมติฐานนี้ สำหรับตัวอย่างที่มีขนาดใหญ่จะไม่มีค่าสำคัญมากนักเพราะว่า การแจกแจงของตัวอย่างในการประมาณค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยจะมีการแจกแจงใกล้เคียงแบบปกติเมื่อตัวอย่างมีขนาดใหญ่ ซึ่งการที่ตัวอย่างมีขนาดใหญ่ตามทฤษฎีขีดจำกัดเข้าสู่ส่วนกลาง (Central Limit Theorem) นั้น จะถือว่าค่าเฉลี่ยของตัวอย่างมีการแจกแจงแบบปกติโดยประมาณ สำหรับการวิจัยครั้งนี้ในแต่ละปีมีขนาดตัวอย่างมากกว่า 200 ตัวอย่าง ซึ่งถือว่ามากตามนัยนี้
3. ค่าความคลาดเคลื่อนมีการแจกแจงเป็นอิสระกัน การทดสอบจะใช้ค่าสถิติของ Durbin-Watson จะตัดสินใจว่าความคลาดเคลื่อนไม่มีปัญหาสหสัมพันธ์กันเมื่อ Durbin-Watson มีค่าเข้าใกล้ 2 อีกนัยหนึ่ง Durbin-Watson มีค่าในช่วง 1.5 - 2.5 (กัลยา วานิชย์บัญชา, 2560)
4. ตัวแปรอิสระแต่ละตัวเป็นอิสระกัน ตัวแปรอิสระสำหรับการวิจัยครั้งนี้ในแต่ละตัวแบบจะเป็นตัวแปรเชิงปริมาณและตัวแปรหุน การพิจารณาว่าเกิดปัญหาตัวแปรไม่เป็นอิสระต่อกันหรือไม่นั้น ดูได้จากค่า VIF (Variance Influence Factor) หาก VIF มากกว่า 10 แสดงว่าเกิดปัญหาอึดสัมพันธ์ (กัลยา วานิชย์บัญชา, 2560)

การพัฒนาสมมติฐานการวิจัยและตัวแบบที่ใช้ในการศึกษา

จากการทบทวนวรรณกรรมในบทที่ 2 สะท้อนให้เห็นว่าการวิเคราะห์กระแสเงินสดเป็นสิ่งที่สำคัญและกระแสเงินสดเป็นสิ่งที่บ่งชี้ที่สำคัญของนักลงทุน โดยให้ข้อมูลเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงของเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดของบริษัทซึ่งเป็นประโยชน์ต่อการประเมินความสามารถของผู้บริหาร (Managerial Ability) ในการบริหารจัดการเงินสดรวมถึงชี้ให้เห็นถึงสภาพคล่องของบริษัทที่ผ่านมา (Backward Looking Information) นักลงทุนยังสามารถใช้ข้อมูลของกระแสเงินสดในการพยากรณ์สภาพคล่องของบริษัทในอนาคต (Forward Looking Information) จากความสัมพันธ์ดังกล่าวนำไปสู่ปัญหาการวิจัยที่ว่ากระแสเงินสดมีความสัมพันธ์กับมูลค่าตามราคาตลาดและอัตราเงินปันผลตอบแทนหรือไม่และอยากทราบว่าเป็นความสัมพันธ์ในทิศทางใด โดยพิจารณากระแสเงินสด ประกอบด้วย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน กระแสเงินสดสุทธิ และความผันผวนของกระแสเงินสด เพื่อตอบปัญหาการวิจัยให้มีความชัดเจนมากยิ่งขึ้นจำเป็นต้องพัฒนาสมมติฐานการวิจัยและตัวแบบ สำหรับการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุในการตรวจสอบ

ความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดกับมูลค่าตามราคาตลาดและอัตราเงินปันผลตอบแทนโดยผู้วิจัยได้พัฒนาสมมติฐานการวิจัยและตัวแบบที่ใช้ในการศึกษา 2 ตัวแบบ แต่ละตัวแบบประกอบด้วย ตัวแปรที่สนใจศึกษาและตัวแปรควบคุม โดยตัวแบบที่ 1 เป็นตัวแบบที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดกับมูลค่าตามราคาตลาด และตัวแบบที่ 2 เป็นตัวแบบที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดกับอัตราเงินปันผลตอบแทน โดยลักษณะของสมมติฐานและตัวแบบในการศึกษาสามารถนำเสนอได้ตามลำดับ ดังนี้

จากการทบทวนวรรณกรรมพบว่าการศึกษาของจินตนา โลहितหาญ (2554) ได้ศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลการดำเนินงาน ความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดในอนาคตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากผลการศึกษาพบว่า กระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมเงินมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานและมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดในอนาคตในทิศทางบวก สำหรับกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุนมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน ความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดในอนาคตในทิศทางตรงกันข้าม และอภิศักดิ์เจียรสุคนธ์ และคณะ (2560) ได้ศึกษาเรื่อง ทิศทางของกระแสเงินสดที่มีต่อมูลค่าตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยศึกษาข้อมูลจากงบกระแสเงินสดจากผลการวิจัยพบว่า ทิศทางของกระแสเงินสดที่เกิดจากกิจกรรมดำเนินงาน มีความสัมพันธ์และผลกระทบบกับมูลค่าตามราคาตลาด และกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน กระแสเงินสดจากการลงทุน และกระแสเงินสดสุทธิไม่มีความสัมพันธ์และผลกระทบบเชิงบวกกับมูลค่าตามราคาตลาด และกัญญาวิรี ทัพย์ธนะกาญจน์ (2559) ได้ศึกษาเรื่อง ความผันผวนของกระแสเงินสด ความผันผวนของผลการดำเนินงานต่อมูลค่ากิจการ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จากการศึกษาพบว่า ความผันผวนของกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน และความผันผวนของผลการดำเนินงานมีความสัมพันธ์ต่อมูลค่ากิจการในเชิงลบ ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีการบริหารความเสี่ยงขององค์กร และปราณญาดา สถาปนรัตน์กุล (2558) ได้ศึกษาเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรที่มีต่อราคาตลาดของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ผลการวิจัยพบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานและกระแสเงินสดอิสระมีความสัมพันธ์กับราคาตลาดของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานและกระแสเงินสดอิสระเป็นข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจของนักลงทุน ดังนั้น เพื่อทดสอบระหว่างกระแสเงินสดกับมูลค่าตามราคาตลาดและอัตราเงินปันผลตอบแทน และภาณุพันธุ์ อุดมผล (2560) ได้ศึกษาเรื่อง ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย : กรณีศึกษาบริษัทในกลุ่มหุ้นสามัญ

ขนาดใหญ่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาปัจจัยตัวแปรทางการเงินที่ส่งผลกระทบต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลของหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าตามราคาตลาดขนาดใหญ่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการวิจัยพบว่า ผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้นและผลตอบแทนต่อสินทรัพย์มีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผลในทิศทางเดียวกัน ในขณะที่ตัวแปรอัตราส่วนสภาพคล่อง อัตราส่วนหนี้สิน และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวมไม่มีอิทธิพลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และ ธนพรรตม์ ปัญญาเฟื่อง (2558) ได้ศึกษาเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมีตัวแปรควบคุมคือ ขนาดของกิจการ ผลการวิจัยพบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน และกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในทิศทางบวก และกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในทิศทางตรงกันข้าม จากการทบทวนวรรณกรรม ผู้วิจัยสามารถตั้งสมมติฐานดังนี้

สมมติฐานที่ 1 กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับมูลค่าตามราคาตลาด

สมมติฐานที่ 2 กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนมีความสัมพันธ์กับมูลค่าตามราคาตลาด

สมมติฐานที่ 3 กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์กับมูลค่าตามราคาตลาด

สมมติฐานที่ 4 กระแสเงินสดสุทธิมีความสัมพันธ์กับมูลค่าตามราคาตลาด

สมมติฐานที่ 5 ความผันผวนของกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์กับมูลค่าตามราคาตลาด

โดยสมมติฐานที่ 1 ถึง 5 เป็นสมมติฐานที่ใช้ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดกับมูลค่าตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานที่ 6 กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับอัตราเงินปันผลตอบแทน

สมมติฐานที่ 7 กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนมีความสัมพันธ์กับอัตราเงินปันผลตอบแทน

สมมติฐานที่ 8 กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์กับอัตราเงินปันผลตอบแทน

สมมติฐานที่ 9 กระแสเงินสดสุทธิมีความสัมพันธ์กับอัตราเงินปันผลตอบแทน

สมมติฐานที่ 10 ความผันผวนของกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์กับอัตราเงินปันผลตอบแทน

โดยสมมติฐานที่ 6 ถึง 10 เป็นสมมติฐานที่ใช้ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดกับอัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตัวแบบที่ใช้ในการศึกษาเพื่อทดสอบสมมติฐาน

แบบจำลองที่ 1 เพื่อทดสอบสมมติฐานเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดกับมูลค่าตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทดสอบสมมติฐานที่ 1-5

$$\text{MARKET CAP}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{CFO}_{it} + \beta_2 \text{CFI}_{it} + \beta_3 \text{CFE}_{it} + \beta_4 \text{NCF}_{it} + \beta_5 \text{CFV}_{it} + \beta_6 \text{SIZE}_{it} + \beta_7 \text{DEBT}_{it} + \varepsilon$$

แบบจำลองที่ 2 เพื่อทดสอบสมมติฐานเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดกับอัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทดสอบสมมติฐานที่ 6-10

$$\text{DY}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{CFO}_{it} + \beta_2 \text{CFI}_{it} + \beta_3 \text{CFE}_{it} + \beta_4 \text{NCF}_{it} + \beta_5 \text{CFV}_{it} + \beta_6 \text{SIZE}_{it} + \beta_7 \text{DEBT}_{it} + \varepsilon$$

โดยที่

MARKET CAP	แทน	มูลค่าตามราคาตลาดของบริษัท i ในปี t (ล้านบาท)
DY	แทน	อัตราเงินปันผลตอบแทน i ในปี t (%)
CFO	แทน	กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (เท่า)
CFI	แทน	กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน (เท่า)
CFE	แทน	กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหา (เท่า)
NCF	แทน	กระแสเงินสดสุทธิ (เท่า)
CFV	แทน	ความผันผวนของกระแสเงินสด (เท่า)
SIZE	แทน	ขนาดของกิจการ (ล้านบาท)
DEBT	แทน	อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (เท่า)

ค่าทางสถิติ :

β_0

แทน ค่าคงที่

β_{1-7}

แทน ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรที่ 1-7

ε

แทน ค่าความคลาดเคลื่อน

บทที่ 4

ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

จากการศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดที่มีต่อมูลค่าตามราคาตลาดและอัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยกลุ่มกลุ่มเป้าหมายคือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 456 บริษัท และมีการนำผลจากการเก็บรวบรวมข้อมูลต่อเนื่องกัน 3 ปี ซึ่งหลังจากเก็บรวบรวมข้อมูลจากกลุ่มตัวอย่างที่มีคุณสมบัติครบถ้วนตามเกณฑ์ที่กำหนดโดยนำข้อมูลมาประมวลผลและวิเคราะห์ผล โดยมีการทดสอบสมมติฐานด้วยโปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติ ซึ่งการวิเคราะห์จะแบ่งออกเป็น 3 ส่วน คือ

- 4.1 การวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)
- 4.2 การวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ (Correlation Analysis)
- 4.3 การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis)

4.1 การวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

ในส่วนนี้นำเสนอผลการวิเคราะห์ข้อมูลของตัวแปรตามและตัวแปรอิสระในภาพรวม คือ ข้อมูลกลุ่มตัวอย่างตั้งแต่ปี พ.ศ. 2559 – 2561 โดยสถิติที่ใช้ประกอบด้วย ค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ซึ่งผลการศึกษาแสดงดังนี้

ตารางที่ 6 ค่าสถิติพื้นฐานของข้อมูลจากกลุ่มตัวอย่าง

ตัวแปร	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด
กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO)	0.07	0.12	-0.41	2.88
กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน (CFI)	-0.16	3.18	-115.79	1.06
กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน (CFF)	0.04	4.09	-57.76	137.67
กระแสเงินสดสุทธิ (NCF)	-0.19	4.01	-130.88	6.69
ความผันผวนของกระแสเงินสด (CFV)	2.20	56.47	-22.74	2069.56
ความผันผวนของกระแสเงินสด (CFV) *Log	-0.70	1.57	-6.60	7.64

ตารางที่ 6 (ต่อ)

ตัวแปร	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด
ขนาดของบริษัท (SIZE) : ล้านบาท	42997.48	175634.21	177.36	2355483.87
ขนาดของบริษัท (SIZE) *Log	8.87	1.62	5.18	14.67
อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (DEBT)	0.43	0.26	0.01	2.79
มูลค่าตามราคาตลาด (MARKET CAP) : ล้านบาท	27213.22	88137.72	84.33	1313897.83
มูลค่าตามราคาตลาด (MARKET CAP) *Log	8.61	1.64	4.43	14.09
อัตราเงินปันผลตอบแทน (DY)	3.71	2.77	0.04	28.45

หมายเหตุ * เนื่องจากข้อมูลความผันผวนของกระแสเงินสด (CFV), ขนาดของบริษัท (SIZE) และมูลค่าตามราคาตลาด (MARKET CAP) แจกแจงไม่ปกติ จึงปรับข้อมูลเพื่อให้ผ่านเงื่อนไขในการทดสอบข้อมูลทางสถิติ

จากตารางที่ 6 สามารถอธิบายข้อมูลสถิติพื้นฐานของตัวแปรได้ ดังนี้

ตัวแปรอิสระ

(1) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.07 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.12 โดยพบว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO) ค่าต่ำสุดเท่ากับ -0.41 และค่าสูงสุดเท่ากับ 2.88

(2) กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน (CFI) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ -0.16 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 3.18 โดยพบว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน (CFI) ค่าต่ำสุดเท่ากับ -115.79 และ ค่าสูงสุดเท่ากับ 1.06 โดยสามารถอธิบายได้ว่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีการลงทุนในสินทรัพย์ที่ใช้ในการดำเนินงานเพิ่มมากขึ้น

(3) กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน (CFF) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.04 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 4.09 โดยพบว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน (CFF) ค่าต่ำสุดเท่ากับ -57.76 และ ค่าสูงสุดเท่ากับ 137.67

(4) กระแสเงินสดสุทธิ (NCF) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ -0.19 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 4.01 โดยพบว่ากระแสเงินสดสุทธิ (NCF) ค่าต่ำสุดเท่ากับ -130.88 และ ค่าสูงสุดเท่ากับ 6.69

(5) ความผันผวนของกระแสเงินสด (CFV) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 2.20 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 56.47 โดยพบว่าความผันผวนของกระแสเงินสด (CFV) ค่าต่ำสุดเท่ากับ -22.74 และค่าสูงสุดเท่ากับ 2,069.56 นั้นหมายถึงบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้นมีความแตกต่างของความผันผวนของกระแสเงินสดที่แตกต่างกันมาก

ตัวแปรควบคุม

(1) ขนาดของบริษัท (SIZE) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 42,997.48 ล้านบาท ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 175,634.21 ล้านบาท โดยพบว่าขนาดของบริษัท (SIZE) มีค่าต่ำสุดเท่ากับ 117.36 ล้านบาท และค่าสูงสุดเท่ากับ 2,355,483.87 ล้านบาท นั้นหมายถึงบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้นมีความแตกต่างของขนาดของบริษัทที่วัดมูลค่าด้วยสินทรัพย์ที่แตกต่างกันมาก และ (2) อัตราส่วนหนี้สิน (DEBT) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.43 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.26 โดยพบว่าอัตราส่วนหนี้สิน (DEBT) มีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.01 และค่าสูงสุดเท่ากับ 2.79

ตัวแปรตาม

(1) มูลค่าตามราคาตลาด (MARKET CAP) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 27,213.22 ล้านบาท ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 88,137.72 ล้านบาท โดยพบว่ามูลค่าตามราคาตลาด (MARKET CAP) มีค่าต่ำสุดเท่ากับ 84.33 ล้านบาท และค่าสูงสุดเท่ากับ 1,313,897.83 ล้านบาท นั้นหมายถึง บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้นมีความแตกต่างของจำนวนหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนและราคาปิดของหลักทรัพย์ที่แตกต่างกันมาก

(2) อัตราเงินปันผลตอบแทน (DY) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 3.71 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 2.77 โดยพบว่า อัตราเงินปันผลตอบแทน (DY) มีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.04 และค่าสูงสุดเท่ากับ 28.45

ผู้วิจัยทำการตรวจสอบพบว่าข้อมูลของความผันผวนของกระแสเงินสด (CFV) ขนาดของบริษัท (SIZE) และมูลค่าตามราคาตลาด (MARKET CAP) มีการกระจายตัวไม่เป็นแบบปกติ (Non-Normal Distribution) จึงแก้ไขปัญหาโดยการลอการิทึมธรรมชาติตัวแปร

4.2 การวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ (Correlation Analysis)

ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) โดยวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson Correlation Coefficient) เพื่อทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Pearson Correlation Coefficient) วิธีที่ใช้วัดความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรหรือชุดข้อมูล 2 ชุด โดยที่ตัวแปรที่นำมาศึกษา

ในต้องอยู่ในรูปอัตราส่วน ซึ่งถ้าหากค่าที่ได้ออกมามีค่าเข้าใกล้ -1 หรือ 1 แสดงถึงความสัมพันธ์ของทั้ง 2 ตัวแปรว่ามีความสัมพันธ์กันอยู่ในระดับสูง แต่ถ้าหากค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้มีค่าเข้าใกล้ 0 แสดงถึงระดับความสัมพันธ์ระหว่าง 2 ตัวแปรว่ามีความสัมพันธ์อยู่ในระดับต่ำหรือไม่ซึ่งโดยทั่วไประดับของค่าสัมประสิทธิ์ที่ยอมรับได้อยู่ที่ไม่เกิน -0.8 หรือ 0.8 สามารถอธิบายผลได้ดังนี้

ตารางที่ 7 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร (Pearson's Correlation Coefficient)

	CFO	CFI	CFF	NCF	CFV	SIZE	DEBT	MARKETCAP	DY
CFO	1								
CFI	-.037	1							
CFF	-.035	.000	1						
NCF	.016	.001	.001	1					
CFV	-.045	.021	-.132**	.371**	1				
SIZE	-.027	.023	.008	.002	-.060	1			
DEBT	-.073**	.028	-.001	-.024	-.029	.305**	1		
MARKETCAP	.160**	.014	.000	.013	-.066	.746**	.139**	1	
DY	.013	-.042	-.034	.032	-.109*	-.061	-.063	-.114**	1

** . Correlation is significant at the 0.01, * . Correlation is significant at the 0.05

จากตารางที่ 7 ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระทั้งหมดประกอบด้วย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO) กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน (CFI) กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน (CFF) กระแสเงินสดสุทธิ (NCF) ความผันผวนของกระแสเงินสด (CFV) และตัวแปรควบคุม ประกอบด้วย ขนาดของบริษัท (SIZE) และอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม พบว่าค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (r) ของตัวแปรอิสระแต่ละคู่มีค่าอยู่ระหว่าง 0.000 – 0.371 ซึ่งค่า r มีความสัมพันธ์ในระดับต่ำซึ่งน้อยกว่า 0.80 แสดงให้เห็นว่าไม่เกิดความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระด้วยตัวเอง ดังนั้นไม่เกิดปัญหา Multicollinearity และเมื่อวิเคราะห์ค่า Variance Inflation Factor (VIF) ก็พบว่า มีค่า VIF น้อยกว่า 10 ซึ่งอยู่ระหว่าง 1.029 – 1.385 นอกจากนี้ยังพบว่าค่าความคลาดเคลื่อนมีการแจกแจงเป็นอิสระกัน และจากการทดสอบจะใช้ค่าสถิติของ Durbin-Watson พบว่า มีค่าอยู่ระหว่าง 1.839 – 1.860 แสดงให้เห็นว่าความคลาดเคลื่อนไม่มีปัญหาสหสัมพันธ์กันเมื่อ Durbin-Watson มีค่าเข้าใกล้ 2 อีกนัยหนึ่ง Durbin-Watson มีค่าในช่วง 1.5 - 2.5 ดังนั้น จึงนำตัวแปรอิสระทั้งหมดเข้าสู่ตัวแบบสมการถดถอย

4.3 การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis)

การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุ เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดที่มีต่อมูลค่าตามราคาตลาดและอัตราเงินปันผลตอบแทน เพื่อทดสอบสมมติฐาน ดังนี้

4.3.1 การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดกับมูลค่าตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

$$\text{แบบจำลองที่ 1 MARKET CAP} = \beta_0 + \beta_1\text{CFO}_{it} + \beta_2\text{CFI}_{it} + \beta_3\text{CFE}_{it} + \beta_4\text{NCF}_{it} + \beta_5\text{CFV}_{it} + \beta_6\text{SIZE}_{it} + \beta_7\text{DEBT}_{it} + \epsilon$$

สมมติฐานที่ 1 กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับมูลค่าตามราคาตลาด

สมมติฐานที่ 2 กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนมีความสัมพันธ์กับมูลค่าตามราคาตลาด

สมมติฐานที่ 3 กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์กับมูลค่าตามราคาตลาด

สมมติฐานที่ 4 กระแสเงินสดสุทธิมีความสัมพันธ์กับมูลค่าตามราคาตลาด

สมมติฐานที่ 5 ความผันผวนของกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์กับมูลค่าตามราคาตลาด

ตารางที่ 8 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดกับมูลค่าตามราคาตลาด

	B	Std. Error	T-Value	Sig
(Constant)	.407	.175	2.325	.020
กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO)	3.902	.322	12.105	.000**
กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน (CFI)	-1.563	.313	-4.995	.000**
กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน (CFE)	.000	.005	.043	.966
กระแสเงินสดสุทธิ (NCF)	-.081	.095	-.854	.393
ความผันผวนของกระแสเงินสด (CFV)	.017	.020	.848	.397
ขนาดของบริษัท (SIZE)	.944	.020	47.113	.000**
อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (DEBT)	-1.101	.127	-8.660	.000**
Durbin-Watson		1.860		
R Square		79.409%		

** ระดับนัยสำคัญ 0.01 * ระดับนัยสำคัญ 0.05

จากตารางที่ 8 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดกับมูลค่าตามราคาตลาด (Market cap.) สามารถวิเคราะห์ข้อมูลได้ ดังนี้

สมมติฐานที่ 1 ทดสอบความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานกับมูลค่าตามราคาตลาด พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนปกติ (B ของ Unstandardized Coefficients) เท่ากับ 3.902 ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนมาตรฐาน (Beta ของ Standardized Coefficients) เท่ากับ 0.228 และค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ 12.105 โดยมีระดับนัยสำคัญของสถิติทดสอบ Sig เท่ากับ 0.000 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ($Sig = 0.000 < 0.01$) แสดงให้เห็นว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับมูลค่าตามราคาตลาดอย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้นจึง **สนับสนุน สมมติฐานงานวิจัยที่ 1**

สมมติฐานที่ 2 ทดสอบความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนกับมูลค่าตามราคาตลาด พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนปกติ (B ของ Unstandardized Coefficients) เท่ากับ -1.563 ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนมาตรฐาน (Beta ของ Standardized Coefficients) เท่ากับ -0.097 และค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ -4.995 โดยมีระดับนัยสำคัญของสถิติทดสอบ Sig เท่ากับ 0.000 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ($Sig = 0.000 < 0.01$) แสดงให้เห็นว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนมีความสัมพันธ์กับมูลค่าตามราคาตลาดอย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้นจึง **สนับสนุน สมมติฐานงานวิจัยที่ 2**

สมมติฐานที่ 3 ทดสอบความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับมูลค่าตามราคาตลาด พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนปกติ (B ของ Unstandardized Coefficients) เท่ากับ 0.000 ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนมาตรฐาน (Beta ของ Standardized Coefficients) เท่ากับ 0.001 และค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ 0.043 โดยมีระดับนัยสำคัญของสถิติทดสอบ Sig เท่ากับ 0.966 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ($Sig = 0.966 > 0.05$) แสดงให้เห็นว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าตามราคาตลาดอย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้นจึง **ไม่สนับสนุน สมมติฐานงานวิจัยที่ 3**

สมมติฐานที่ 4 ทดสอบความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดสุทธิที่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าตามราคาตลาด พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนปกติ (B ของ Unstandardized Coefficients) เท่ากับ -0.081 ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนมาตรฐาน (Beta ของ Standardized Coefficients) เท่ากับ -0.016 และค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ -0.854 โดยมีระดับนัยสำคัญของสถิติทดสอบ Sig เท่ากับ 0.393 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ($Sig = 0.393 > 0.05$) แสดงให้เห็นว่า กระแสเงินสดสุทธิไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าตามราคาตลาดอย่างมีนัยสำคัญ

สดสุทธิไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าตามราคาตลาดอย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้นจึง **ไม่สนับสนุน สมมติฐานงานวิจัยที่ 4**

สมมติฐานที่ 5 ทดสอบความสัมพันธ์ของความผันผวนของกระแสเงินสดกับมูลค่าตามราคาตลาด พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนปกติ (B ของ Unstandardized Coefficients) เท่ากับ 0.017 ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนมาตรฐาน (Beta ของ Standardized Coefficients) เท่ากับ 0.016 และค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ 0.848 โดยมีระดับนัยสำคัญของสถิติทดสอบ Sig เท่ากับ 0.397 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 (Sig = 0.397 > 0.05) แสดงให้เห็นว่า ความผันผวนของกระแสเงินสด (CFV) ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าตามราคาตลาดอย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้นจึง **ไม่สนับสนุน สมมติฐานงานวิจัยที่ 5**

นอกจากนี้จากการวิเคราะห์ข้อมูลตัวแปรควบคุม พบว่า ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์กับมูลค่าตามราคาตลาดในทิศทางบวก ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 และอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์กับมูลค่าตามราคาตลาดในทิศทางลบ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01

จากการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดกับมูลค่าตามราคาตลาด (Market Cap.) พบว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO) กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน (CFI) สามารถพยากรณ์มูลค่าตามราคาตลาด (Market Cap.) ได้ 79.409% โดย (1) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO) มีความสัมพันธ์กับมูลค่าตามราคาตลาด (Market Cap.) โดยสามารถพยากรณ์มูลค่าตามราคาตลาดในทิศทางบวก ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 (2) กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน (CFI) ความสัมพันธ์กับมูลค่าตามราคาตลาด (Market Cap.) สามารถพยากรณ์มูลค่าตามราคาตลาดในทิศทางลบ ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 ส่วนตัวแปรอิสระอื่นไม่พบความสัมพันธ์

4.3.2 การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดกับอัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

$$\text{แบบจำลองที่ 2 } DY = \beta_0 + \beta_1CFO_{it} + \beta_2CFI_{it} + \beta_3CFF_{it} + \beta_4NCF_{it} + \beta_5CFV_{it} + \beta_6SIZE_{it} + \beta_7DEBT_{it} + \varepsilon$$

โดยสมมติฐานที่ 2 ประกอบด้วยสมมติฐาน ดังนี้

สมมติฐานที่ 6 กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับอัตราเงินปันผลตอบแทน

สมมติฐานที่ 7 กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนมีความสัมพันธ์กับอัตราเงินปันผลตอบแทน

สมมติฐานที่ 8 กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์กับอัตราเงินปันผลตอบแทน

สมมติฐานที่ 9 กระแสเงินสดสุทธิมีความสัมพันธ์กับอัตราเงินปันผลตอบแทน

สมมติฐานที่ 10 ความผันผวนของกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์กับอัตราเงินปันผลตอบแทน

ตารางที่ 9 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดกับอัตราเงินปันผลตอบแทน

	B	Std. Error	T-Value	Sig
(Constant)	.775	.218	3.560	.000
กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO)	1.671	.416	4.017	.000**
กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน (CFI)	2.352	.418	5.621	.000**
กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน (CFF)	-.012	.005	-2.207	.028*
กระแสเงินสดสุทธิ (NCF)	.002	.119	.019	.985
ความผันผวนของกระแสเงินสด (CFV)	-.082	.026	-3.164	.002**
ขนาดของบริษัท (SIZE)	.014	.024	.553	.581
อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (DEBT)	-.092	.178	-.514	.608
Durbin-Watson		1.839		
R Square		10.691%		

** ระดับนัยสำคัญ 0.01 * ระดับนัยสำคัญ 0.05

จากตารางที่ 9 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดกับอัตราเงินปันผลตอบแทน สามารถวิเคราะห์ผลได้ ดังนี้

สมมติฐานที่ 6 ทดสอบความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานกับอัตราเงินปันผลตอบแทน พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนปกติ (B ของ Unstandardized Coefficients) เท่ากับ 1.671 ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนมาตรฐาน (Beta ของ Standardized Coefficients) เท่ากับ 0.182 และค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ 4.017 โดยมีระดับนัยสำคัญของสถิติทดสอบ Sig เท่ากับ 0.000 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 (Sig = 0.000 < 0.01)

แสดงให้เห็นว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับอัตราเงินปันผลตอบแทนอย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้นจึง **สนับสนุน สมมติฐานงานวิจัยที่ 6**

สมมติฐานที่ 7 ทดสอบความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนกับอัตราเงินปันผลตอบแทน พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนปกติ (B ของ Unstandardized Coefficients) เท่ากับ 2.352 ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนมาตรฐาน (Beta ของ Standardized Coefficients) เท่ากับ 0.272 และค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ 5.621 โดยมีระดับนัยสำคัญของสถิติทดสอบ Sig เท่ากับ 0.000 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 (Sig = 0.000 < 0.01) แสดงให้เห็นว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนมีความสัมพันธ์กับอัตราเงินปันผลตอบแทนอย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้นจึง **สนับสนุน สมมติฐานงานวิจัยที่ 7**

สมมติฐานที่ 8 ทดสอบความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับมูลค่าตามราคาตลาด พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนปกติ (B ของ Unstandardized Coefficients) เท่ากับ -0.012 ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนมาตรฐาน (Beta ของ Standardized Coefficients) เท่ากับ -0.095 และค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ -2.207 โดยมีระดับนัยสำคัญของสถิติทดสอบ Sig เท่ากับ 0.028 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 (Sig = 0.028 < 0.05) แสดงให้เห็นว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์กับอัตราเงินปันผลตอบแทนอย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้นจึง **สนับสนุน สมมติฐานงานวิจัยที่ 8**

สมมติฐานที่ 9 ทดสอบความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดสุทธิกับอัตราเงินปันผลตอบแทน พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนปกติ (B ของ Unstandardized Coefficients) เท่ากับ 0.002 ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนมาตรฐาน (Beta ของ Standardized Coefficients) เท่ากับ 0.001 และค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ 0.019 โดยมีระดับนัยสำคัญของสถิติทดสอบ Sig เท่ากับ 0.985 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 (Sig = 0.985 > 0.05) แสดงให้เห็นว่า กระแสเงินสดสุทธิไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราเงินปันผลตอบแทนอย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้นจึง **ไม่สนับสนุน สมมติฐานงานวิจัยที่ 9**

สมมติฐานที่ 10 ทดสอบความสัมพันธ์ของความผันผวนของกระแสเงินสดกับอัตราเงินปันผลตอบแทน พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนปกติ (B ของ Unstandardized Coefficients) เท่ากับ -0.082 ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนมาตรฐาน (Beta ของ Standardized Coefficients) เท่ากับ -0.143 และค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ -3.164 โดยมีระดับนัยสำคัญของสถิติทดสอบ Sig เท่ากับ 0.002 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 (Sig = 0.002 < 0.01) แสดงให้เห็น

ว่า ความผันผวนของกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์กับอัตราเงินปันผลตอบแทนอย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้นจึง **สนับสนุน สมมติฐานงานวิจัยที่ 10**

นอกจากนี้จากการวิเคราะห์ข้อมูลตัวแปรควบคุม พบว่า ขนาดของบริษัท (SIZE) และ อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (DEBT) ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่ออัตราเงินปันผลตอบแทน

จากการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดกับอัตราเงินปันผลตอบแทน พบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO) และกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน (CFI) กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน (CFF) และความผันผวนของกระแสเงินสด (CFV) สามารถพยากรณ์อัตราเงินปันผลตอบแทน (Dividend Yield) ได้ 10.691% โดย (1) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO) มีความสัมพันธ์กับอัตราเงินปันผลตอบแทน สามารถพยากรณ์อัตราเงินปันผลตอบแทนในทิศทางบวก ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 (2) กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน (CFI) มีความสัมพันธ์กับอัตราเงินปันผลตอบแทน สามารถพยากรณ์อัตราเงินปันผลตอบแทนในทิศทางบวก ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 (3) กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน (CFF) มีความสัมพันธ์กับอัตราเงินปันผลตอบแทน สามารถพยากรณ์อัตราเงินปันผลตอบแทนในทิศทางลบ ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 และ (4) ความผันผวนของกระแสเงินสด (CFV) มีความสัมพันธ์กับอัตราเงินปันผลตอบแทน สามารถพยากรณ์อัตราเงินปันผลตอบแทนในทิศทางลบ ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01

ตารางที่ 10 ผลสรุปตามสมมติฐานของงานวิจัย

สมมติฐาน	ผลการทดสอบ
สมมติฐานที่ 1 กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์ต่อมูลค่าตามราคาตลาด	สนับสนุน
สมมติฐานที่ 2 กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนมีความสัมพันธ์ต่อมูลค่าตามราคาตลาด	สนับสนุน
สมมติฐานที่ 3 กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์ต่อมูลค่าตามราคาตลาด	ไม่สนับสนุน
สมมติฐานที่ 4 กระแสเงินสดสุทธิมีความสัมพันธ์ต่อมูลค่าตามราคาตลาด	ไม่สนับสนุน

ตารางที่ 10 (ต่อ)

สมมติฐาน	ผลการทดสอบ
สมมติฐานที่ 5 ความผันผวนของกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์ต่อมูลค่าตามราคาตลาด	ไม่สนับสนุน
สมมติฐานที่ 6 กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับอัตราเงินปันผลตอบแทน	สนับสนุน
สมมติฐานที่ 7 กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนมีความสัมพันธ์กับอัตราเงินปันผลตอบแทน	สนับสนุน
สมมติฐานที่ 8 กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์กับอัตราเงินปันผลตอบแทน	สนับสนุน
สมมติฐานที่ 9 กระแสเงินสดสุทธิมีความสัมพันธ์กับอัตราเงินปันผลตอบแทน	ไม่สนับสนุน
สมมติฐานที่ 10 ความผันผวนของกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์กับอัตราเงินปันผลตอบแทน	สนับสนุน

บทที่ 5

สรุปผลการวิจัย อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

งานวิจัยในครั้งนี้ผู้วิจัยได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดที่มีต่อมูลค่าตามราคาตลาดและอัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยมีวัตถุประสงค์ในการศึกษาความสัมพันธ์ของกระแสเงินสด ประกอบด้วย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน กระแสเงินสดสุทธิ และความผันผวนของกระแสเงินสดที่มีต่อมูลค่าตามราคาตลาด และอัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือไม่ เพื่อให้ให้นักลงทุนวิเคราะห์ข้อมูลประกอบการตัดสินใจลงทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพและแม่นยำมากยิ่งขึ้น

การทำวิจัยครั้งนี้เป็นการเก็บข้อมูลจากแหล่งทุติยภูมิซึ่งเป็นการเก็บรวบรวมข้อมูลงบการเงินประจำปีของแต่ละบริษัทที่อยู่ในเว็บไซต์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ฐานข้อมูล SET SMART) ในช่วงระยะเวลา 2559 – 2561 รวม 3 ปี จำนวนกลุ่มตัวอย่าง 456 บริษัท โดยมีประเด็นในการนำเสนอ ดังนี้

- 5.1 สรุปผลการวิจัย
- 5.2 อภิปรายผลการวิจัย
- 5.3 ข้อจำกัดของการวิจัย
- 5.4 ข้อเสนอแนะ

5.1 สรุปผลการวิจัย

จากการศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดที่มีต่อมูลค่าตามราคาตลาดและอัตราเงินปันผลตอบแทน หลักฐานเชิงประจักษ์บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยในตัวแปรอิสระที่ใช้งานวิจัยนี้ ประกอบด้วย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO) กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน (CFI) กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน (CFF) กระแสเงินสดสุทธิ (NCF) และความผันผวนของกระแสเงินสด(CFV) และตัวแปรผล ประกอบด้วย มูลค่าตามราคาตลาด (Market Cap.) และอัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน (DY) ตัวแปรควบคุม ประกอบด้วย ขนาดของบริษัท (Size) และอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (DEBT) จากการศึกษาสามารถสรุปผลการวิจัยได้ ดังนี้

5.1.1 ความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดกับมูลค่าตามราคาตลาด

ผลการวิจัยแสดงให้เห็นว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO) มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับมูลค่าตามราคาตลาดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับนัยสำคัญที่ 0.01 และกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน (CFI) มีความสัมพันธ์ในทิศทางลบกับมูลค่าตามราคาตลาดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับนัยสำคัญที่ 0.01 ส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน (CFF) กระแสเงินสดสุทธิ (NCF) และความผันผวนของกระแสเงินสด (CFV) พบว่าไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าตามราคาตลาดอย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้ยังพบว่าปัจจัยด้านตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดของบริษัท (SIZE) มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับมูลค่าตามราคาตลาดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติและอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (DEBT) มีความสัมพันธ์ในทิศทางลบกับมูลค่าตามราคาตลาดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

5.1.2 ความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดกับอัตราเงินปันผลตอบแทน

ผลการวิจัยแสดงให้เห็นว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO) และกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน (CFI) มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับอัตราเงินปันผลตอบแทน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับนัยสำคัญที่ 0.01 สำหรับกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน (CFF) และความผันผวนของกระแสเงินสด (CFV) พบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับนัยสำคัญที่ 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ สำหรับกระแสเงินสดสุทธิ (NCF) และตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดของบริษัท (SIZE) และอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (DEBT) ไม่พบความสัมพันธ์กับอัตราเงินปันผลตอบแทนอย่างมีนัยสำคัญ

5.2 อภิปรายผลการวิจัย

จากการศึกษาความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดที่มีต่อมูลค่าตามราคาตลาดและอัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยตัวแปรอิสระที่ใช้ในการวิจัยนี้ ประกอบด้วย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน กระแสเงินสดสุทธิ และความผันผวนของกระแสเงินสด และตัวแปรผล ประกอบด้วย มูลค่าตามราคาตลาด และอัตราเงินปันผลตอบแทน และตัวแปรควบคุม ประกอบด้วย ขนาดของกิจการและอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม จากการศึกษา มีประเด็นที่สามารถนำมาอภิปรายได้ ดังนี้

กระแสเงินสดกับมูลค่าตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ผลการศึกษาพบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO) มีความสัมพันธ์กับมูลค่าตามราคาตลาด (Market cap.) ในทิศทางบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยสามารถอธิบายได้ว่าบริษัทที่มีกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในระดับที่สูงจะทำให้มูลค่าตามราคาตลาดของบริษัทเพิ่มสูงขึ้นด้วยเช่นกัน ซึ่งหากบริษัทที่มีกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในระดับที่น้อยก็จะส่งผลให้มูลค่าตามราคาตลาดของบริษัทน้อยลงด้วยเช่นกัน นั่นคือ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมากจะเป็นเครื่องบ่งชี้ถึงความสามารถของบริษัทในการก่อให้เกิดกระแสเงินสดที่เพียงพอที่จะใช้ในการดำเนินธุรกิจและส่งผลต่อมูลค่าตามราคาตลาด ซึ่งจะสะท้อนให้นักลงทุนเห็นถึงขนาดและความน่าสนใจในการลงทุนของบริษัทซึ่งข้อค้นพบนี้สอดคล้องกับงานวิจัยของ อภิศักดิ์ เกียรติสุนทร และคณะ (2560) พบว่ากระแสเงินสดที่เกิดจากกิจกรรมดำเนินงานกับผลกระทบต่อมูลค่าตามราคาตลาดมีความสัมพันธ์กันในทิศทางบวก โดยกระแสเงินสดที่เกิดจากกิจกรรมดำเนินงาน แสดงให้เห็นถึงความสามารถในการดำเนินงานของบริษัทในการก่อให้เกิดกระแสเงินสดที่เพียงพอเพื่อจ่ายชำระหนี้เงินกู้ยืม และการดำเนินงานของบริษัท ความสามารถในการจ่ายเงินปันผลและการลงทุนใหม่ ๆ เพื่อเพิ่มมูลค่าให้กับกิจการ ดังนั้น กระแสเงินสดจากการดำเนินงานจึงเป็นสิ่งที่จำเป็นอย่างยิ่งที่บริษัทจะตระหนักถึงความสำคัญของทิศทางกระแสเงินสดมากกว่าการพิจารณาจากกระแสเงินสดจากกิจกรรมด้านอื่น ๆ และยังคงสอดคล้องกับงานวิจัยของวิระวรรณ ศิริพงษ์และคณะ (2561) พบว่าถ้ากระแสเงินสดในกิจกรรมดำเนินงานเพิ่มขึ้น จะทำให้มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดเพิ่มขึ้น ซึ่งการตัดสินใจของนักลงทุนนั้นจะใช้ข้อมูลเกี่ยวกับความคาดหวังของผลประกอบการและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานที่ บริษัทจะก่อให้เกิดรายได้และแสดงถึงความสามารถในการก่อให้เกิดกระแสเงินสดที่เพียงพอที่จะใช้ในการดำเนินธุรกิจ จึงมีประโยชน์ต่อการตัดสินใจลงทุน ผลการวิจัยนี้ยังสอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณ Signaling Theory การส่งสัญญาณที่ดีที่สุดของราคาหุ้น คือ การที่บริษัทมีกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (Cashflow From Operations) ถ้าเป็นบวกและเพิ่มขึ้นราคาหุ้นก็จะปรับตัวเพิ่มขึ้นตาม ซึ่งจะนำไปสู่ความมั่งคั่งให้กับผู้ถือหุ้นนั่นเอง ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีสมมติฐานของตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis) จากความหมายของตลาดที่มีประสิทธิภาพที่กล่าวว่า ราคาหลักทรัพย์สามารถปรับเปลี่ยนได้ทันทีเมื่อได้รับข้อมูลใหม่ และราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันจะสะท้อนข้อมูลข่าวสารทั้งหมดที่เกี่ยวกับหลักทรัพย์ ในการที่นักลงทุนใช้ข้อมูลกระแสเงินสดในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลกระแสเงินสดจึงเป็นสิ่งสะท้อนให้เห็นถึงข้อมูลทางการเงินของบริษัท จากผลการวิจัยครั้งนี้ผู้ใช้งบการเงินสามารถที่จะนำผลการวิจัยที่ได้ใช้เป็นเครื่องมือในการวิเคราะห์งบการเงินเพื่อทำให้การ

ตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจเป็นไปอย่างมีหลักเกณฑ์ได้อย่างถูกต้องแม่นยำมากยิ่งขึ้น และกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน (CFI) มีความสัมพันธ์กับมูลค่าตามราคาตลาด (Market Cap.) ในทิศทางลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยสามารถอธิบายได้ว่าบริษัทที่มีกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน ในระดับที่สูงจะทำให้มูลค่าตามราคาตลาดลดลง ซึ่งหากบริษัทที่มีกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน ในระดับที่น้อยลงจะทำให้มูลค่าตามราคาตลาดสูงขึ้นเช่นกัน ซึ่งข้อค้นพบนี้มีความขัดแย้งกับงานวิจัยของอภิศักดิ์ เจียรสุคนธ์ และคณะ (2560) ที่พบว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าตามราคาตลาด แสดงให้เห็นว่าหากบริษัท นำเงินสดไปลงทุนเพิ่มเพื่อขยายกำลังการผลิตเป็นการสะท้อนว่าบริษัทมีการใช้จ่ายด้านการลงทุนเพื่อก่อให้เกิดกระแสเงินสดรับในอนาคตได้ ซึ่งการจะตัดสินใจว่าเป็นบริษัทที่ดีหรือไม่ต้องดูจากระยะเวลาดำเนินทุน ถ้าได้รับเงินสดกลับมาเร็วจากการลงทุนนั้น หมายถึงสภาพคล่องและการจัดการองค์กรที่ดี รวมถึงวิสัยทัศน์ในการบริหารที่มีประสิทธิภาพ

นอกจากนี้พบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน (CFF) กระแสเงินสดสุทธิ (NCF) และความผันผวนของกระแสเงินสด (CFV) ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าตามราคาตลาด (Market Cap.) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และไม่สนับสนุนว่าบริษัทที่มีกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินที่มีระดับสูงจะส่งผลให้มูลค่าตามราคาตลาดสูง อาจเป็นไปได้ว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินอาจไม่ส่งผลโดยตรงกับมูลค่าตามราคาตลาด ซึ่งผลการวิจัยนี้สอดคล้องกับงานวิจัยของอภิศักดิ์ เจียรสุคนธ์ และคณะ (2560) ที่พบว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าตามราคาตลาด ซึ่งผลการวิจัยนี้สอดคล้องกับงานวิจัยของอภิศักดิ์ เจียรสุคนธ์ และคณะ (2560) ที่พบว่ากระแสเงินสดสุทธิไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าตามราคาตลาด โดยกระแสเงินสดสุทธิอาจส่งผลต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผลมากกว่ามูลค่าตามราคาตลาด และความผันผวนของกระแสเงินสด (CFV) ไม่สนับสนุนว่าบริษัทที่มีความผันผวนของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในระดับสูงจะส่งผลต่อมูลค่าตามราคาตลาดสูง อาจเป็นไปได้ว่าความผันผวนไม่ส่งผลโดยตรงกับมูลค่าตามราคาตลาด ซึ่งอาจมีปัจจัยอื่นมาเกี่ยวข้องด้วย ซึ่งบริษัทที่มีความผันผวนของกระแสเงินสดที่ต่ำหรือมีความสม่ำเสมอมากกว่าบริษัทที่มีกระแสเงินสดที่ผันผวนสูง นักลงทุนมองว่าบริษัทเหล่านั้นมีความเสี่ยงและหากมีความต้องการที่จะกู้เงินจากแหล่งเงินทุนภายนอก

นอกจากนี้จากการศึกษายังพบว่า ปัจจัยด้านตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดของบริษัท (SIZE) มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับมูลค่าตามราคาตลาด นั่นคือ หากบริษัทมีขนาดที่ใหญ่ขึ้นจะส่งผลต่อมูลค่าตามราคาตลาดที่เพิ่มขึ้นด้วยเช่นกัน และอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (DEBT) ความสัมพันธ์ในทิศทางลบกับมูลค่าตามราคาตลาด นั่นคือหากบริษัทมีสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่สูงขึ้นจะส่งผลกระทบต่อมูลค่าตามราคาตลาดที่ลดลงอีกด้วย สอดคล้องกับวิจัยของ

รัมภาภรณ์ อุทัยพัฒนศักดิ์ (2559) พบว่า ในส่วนตัวแปรควบคุม อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อมูลค่ากิจการ โดยสามารถอธิบายได้ว่า หากกิจการก่อหนี้ผูกพันโดยการกู้ยืมเงินจากแหล่งเงินทุนภายนอกกิจการจะทำให้กิจการมีต้นทุนของเงินทุนเพิ่มขึ้น

กระแสเงินสดกับอัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ผลการศึกษาพบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับอัตราเงินปันผลตอบแทน จากการวิเคราะห์ข้อมูลพบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับอัตราเงินปันผลตอบแทนในทิศทางบวกอย่างมีนัยสำคัญ โดยสามารถอธิบายได้ว่า บริษัทที่มีกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ในระดับที่สูงจะทำให้อัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัทเพิ่มสูงขึ้น หากบริษัทมีกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในระดับที่น้อยจะทำให้อัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัทน้อยลงเช่นกัน นั่นคือ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานเป็นกระแสเงินสดที่เกิดจากกิจกรรมหลักที่ก่อให้เกิดรายได้และค่าใช้จ่ายของบริษัท เป็นผลมาจากรายการที่เกิดขึ้นจากการคำนวณกำไรสุทธิซึ่งส่งผลโดยตรงต่อการจ่ายเงินปันผลตอบแทน ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของเพ็ญนิภา พรหมโคตร และณรงค์นิตย์ จันทร์จรัส (2560) พบว่าหากบริษัทมีกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานเพิ่มขึ้นจะส่งผลกระทบต่อให้บริษัทมีอัตราเงินปันผลตอบแทนที่เพิ่มมากขึ้น แสดงถึงความสามารถของบริษัทในการก่อให้เกิดกระแสเงินสดที่เพียงพอที่จะใช้ในการดำเนินงาน อีกทั้งยังช่วยประเมินความสามารถในการทำกำไรและความสามารถในการก่อให้เกิดกระแสเงินสดรับในอนาคตได้ ในส่วนของกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน พบว่ามีความสัมพันธ์กับอัตราเงินปันผลตอบแทนในทิศทางบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยสามารถอธิบายได้ว่าบริษัทที่มีกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนในระดับที่สูงจะทำให้อัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัทเพิ่มสูงขึ้น หากบริษัทที่มีกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนในระดับที่น้อยก็จะทำให้อัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัทลดลงเช่นกัน ซึ่งข้อค้นพบนี้ขัดแย้งกับงานวิจัยของ อุษณี วรรณพิทักษ์ (2549) ที่พบว่ากระแสเงินสดจากการลงทุนมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ แสดงให้เห็นว่า การเพิ่มขึ้นของกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนนั้นมีสาเหตุมาจากกิจการยังไม่มี ความเชื่อมั่นต่อการลงทุนในสินทรัพย์ที่ดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในภาวะที่ยังมีความไม่แน่นอนทางด้านเศรษฐกิจ ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุน รวมถึงความผันผวนของตลาดทุนที่สะท้อนให้นักลงทุนมองว่าในสภาพการณ์เช่นนี้ การลงทุนยังคงเต็มไปด้วยความเสี่ยงอย่างมากและต้องระมัดระวังอย่างต่อเนื่อง (ชนาการกสิกรไทย , 2562) กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์กับอัตราเงินปันผลตอบแทนในทิศทางลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สามารถอธิบายได้ว่า บริษัทที่มีกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินใน

ระดับที่สูงจะทำให้อัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัทลดลง ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ อภิเดช แวสุวรรณ, (2560) ซึ่งพบว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตในทิศทางตรงกันข้าม นั่นคือ หากกิจการมีกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินเพิ่มขึ้น โดยบริษัทระดมทุนด้วยการออกหุ้นเพิ่มทุนหรือการกู้เงินจากแหล่งเงินทุนภายนอกจะส่งผลกระทบต่ออัตราเงินปันผลตอบแทนที่ลดลง และสอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณในมุมมองของนักลงทุนว่าเป็นสัญญาณเชิงลบ เพราะถ้ากิจการเสนอขายหุ้นสามัญเพื่อระดมทุนเนื่องจากไม่สามารถจัดหาเงินลงทุนจากแหล่งอื่นได้แล้ว กิจการจะต้องเผชิญกับผลขาดทุนในอนาคต และหากบริษัทมีความผันผวนของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในระดับที่สูงจะทำให้อัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัทลดลง และหากบริษัทมีความผันผวนของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในระดับที่น้อยจะทำให้อัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัทของบริษัทเพิ่มสูงขึ้น เช่นเดียวกัน ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของกัญญาวิรี ทิพย์ธนะกาญจน์ (2559) พบว่าความผันผวนของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานนั้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยข้อค้นพบนี้สอดคล้องกับทฤษฎีความเสี่ยง โดยภายใต้ความเสี่ยงที่ยอมรับได้และเป็นสิ่งที่นักลงทุนให้ความสำคัญกับความเสี่ยงที่ต่ำเป็นสิ่งที่นักลงทุนจะสามารถนำมาวิเคราะห์เพื่อเป็นแนวทางในการตัดสินใจลงทุน เนื่องจากนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์นั้นมีพฤติกรรมในการหลีกเลี่ยงความเสี่ยง (Risk) ดังนั้น จึงเลือกที่จะลงทุนในกิจการที่มีระดับความผันผวนของกระแสเงินสดที่ต่ำหรือมีความสม่ำเสมอมากกว่ากิจการที่มีกระแสเงินสดที่ผันผวนสูง นักลงทุนมองว่าบริษัทเหล่านั้นมีความเสี่ยงและหากมีความต้องการที่จะกู้เงินจากแหล่งเงินทุนภายนอก ก็จะได้รับต้นทุนทางการเงินในระดับต่ำด้วยเช่นเดียวกัน ดังนั้นหากกิจการที่มีความผันผวนของกระแสเงินสดจึงเป็นสะท้อนถึงความเสี่ยงของกิจการ

นอกจากนี้ยังพบว่า กระแสเงินสดสุทธิ และตัวแปรควบคุม ประกอบด้วย ขนาดของกิจการ และอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราเงินปันผลตอบแทนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติและไม่สนับสนุนว่าบริษัทที่มีกระแสเงินสดสุทธิ ขนาดของกิจการ และอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมที่มีระดับสูงจะส่งผลต่ออัตราเงินปันผลตอบแทนสูง อาจเป็นไปได้ว่ากระแสเงินสดสุทธิ ขนาดของกิจการ และอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม อาจไม่ส่งผลโดยตรงกับอัตราเงินปันผลตอบแทน และอาจมีปัจจัยอื่นมาเกี่ยวข้องด้วย

5.3 ข้อจำกัดของการวิจัย

1. งานวิจัยฉบับนี้เก็บรวบรวมข้อมูลกระแสเงินสดและราคาของหลักทรัพย์จาก SET SMART เท่านั้น โดยข้อมูลด้านกระแสเงินสดที่ไม่ครบถ้วนไม่ได้หาข้อมูลเพิ่มเติมจากแหล่งข้อมูลอื่น ๆ ทำให้มีการตัดข้อมูลออกจากกลุ่มตัวอย่างที่นำมาวิเคราะห์

2. อัตราส่วนทางการเงินเป็นส่วนหนึ่งที่สามารถช่วยให้นักลงทุนสามารถวิเคราะห์ถึงความสามารถและศักยภาพในการดำเนินงานของแต่ละบริษัท โดยนักลงทุนจำเป็นต้องพิจารณาถึงปัจจัยในการลงทุนด้านอื่น ๆ ทั้งปัจจัยภายในหรือภายนอกประเทศประกอบกันหลายๆ ด้าน อาทิ สภาพเศรษฐกิจในปัจจุบัน และแนวโน้มเศรษฐกิจในอนาคต ด้านการเมืองและนโยบายการบริหารของรัฐบาล เป็นต้น รวมทั้งควรพิจารณาวิเคราะห์งบการเงินและหมายเหตุประกอบในแต่ละบริษัท เพื่อนำมาประกอบการตัดสินใจในการลงทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น

5.4 ข้อเสนอแนะ

1. ผู้วิจัยอาจเปลี่ยนแปลงกลุ่มตัวอย่าง โดยศึกษาความสัมพันธ์ของกระแสเงินสด กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ซึ่งเป็นแหล่งระดมทุนของธุรกิจที่มีศักยภาพขนาดกลางและขนาดเล็ก โดยธุรกิจมีแนวโน้มการเจริญเติบโตที่ดีในอนาคต

2. ผู้วิจัยอาจทำการศึกษาโดยแยกเป็นรายอุตสาหกรรม เนื่องจากแต่ละอุตสาหกรรมมีลักษณะที่แตกต่างกันไป ซึ่งอาจทำให้ผลการศึกษาแตกต่างกัน จึงทำให้เกิดประโยชน์และข้อสังเกตใหม่ที่น่าสนใจมากยิ่งขึ้น รวมถึงศึกษาอุตสาหกรรมการเงินที่งานวิจัยฉบับนี้ไม่ได้นำมาทำการศึกษาและวิเคราะห์

3. ผู้วิจัยอาจศึกษาอัตราส่วนทางการเงินด้านอื่น ๆ อาทิ เช่น อัตราส่วนเพื่อการวิเคราะห์ความสามารถในการชำระหนี้ อัตราส่วนเพื่อการวิเคราะห์ความสามารถในการทำกำไร อัตราส่วนแสดงประสิทธิภาพในการดำเนินงาน เป็นต้น ที่งานวิจัยฉบับนี้ไม่ได้นำมาวิเคราะห์ เพื่อค้นหาปัจจัยที่อาจจะมีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน หรือมูลค่าตามราคาตลาดอย่างมีนัยสำคัญ

บรรณานุกรม

- กนกพร หัวใจเจริญ. (2559). ความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพกำไรกับการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์. (วิทยานิพนธ์ ปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี).
- กรมพัฒนาธุรกิจการค้า. (2560). เรื่องนำรู้เกี่ยวกับกระแสเงินสด. สืบค้นเมื่อ 1 พฤศจิกายน 2562, จากเว็บไซต์: <https://www.dbd.go.th/index.html>
- กัญญาวิวี ทิพย์ชนะกาญจน์. (2559). ความผันผวนของกระแสเงินสด ความผันผวนของผลการดำเนินงาน ต่อมูลค่ากิจการ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ. (การค้นคว้าอิสระ วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์).
- กัลยา วานิชย์บัญชา. (2550). การวิเคราะห์สถิติ: สถิติสำหรับบริหารและวิจัย (พิมพ์ครั้งที่ 10). กรุงเทพฯ: โรงพิมพ์จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- แก้วมณี อุทิรัมย์. (2556). ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงิน กับผลตอบแทนที่คาดหวังของบริษัท ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กรณีศึกษากลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี [ข้อมูลอิเล็กทรอนิกส์]. ผลงานวิจัยและนวัตกรรมสู่การพัฒนาที่ยั่งยืน, (8), หน้า 838.
- ธารารัตน์ พูลไชสง และสมใจ บุญหมื่นไวย. (2562). ความสัมพันธ์ระหว่างราคาตามบัญชี กำไรจากการดำเนินงาน กำไรสุทธิ กระแสเงินสดจากเงินปันผล และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วารสารบริหารธุรกิจและการบัญชี มหาวิทยาลัยขอนแก่น, 3(1), หน้า 73-90.
- คมสร ประกอบผล. (2561). จุดวัดใจ หุ้นไทยปี 2561. สืบค้นเมื่อ 16 พฤศจิกายน 2562, จากเว็บไซต์: <https://www.set.or.th/set/education>
- จินตนา โลहितหาญ. (2554). ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลการดำเนินงานความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดในอนาคตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. สืบค้นเมื่อ 16 พฤศจิกายน 2562, จากเว็บไซต์: <http://www.spu.ac.th>.
- จิรัตน์ สังข์แก้ว. (2556). รู้วิเคราะห์...เจาะเรื่องหุ้น (5 พิมพ์ครั้งที่, ปี 1-5000). อมรินทร์พริ้นติ้ง แอนด์พับลิชชิ่ง จำกัดมหาชน.

- จิระ จันทรชานา. (ม.ป.ป). ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและกำไรสุทธิที่มีต่อราคาและผลตอบแทนหลักทรัพย์ กรณีศึกษา : กลุ่มธุรกิจการเงินที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. สืบค้นเมื่อ 16 พฤศจิกายน 2562, จากเว็บไซต์ : <https://www.spu.ac.th/account/files/2016/09.pdf>
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2562). ข้อมูลรายบริษัท/หลักทรัพย์. สืบค้นเมื่อ 1 พฤศจิกายน 2562, จากเว็บไซต์: <https://www.set.or.th/set/commonslookup.do>
- ชนพรรณม ปัญญาเฟื่อง. (2558). ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การค้นคว้าอิสระ บัณฑิตมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ธนาคารกสิกรไทย. (2562). คำอธิบายและการวิเคราะห์ของฝ่ายจัดการ. สืบค้นเมื่อ 1 พฤศจิกายน 2562, จากเว็บไซต์: https://www.kasikornbank.com/th/IR/FinanInfoReports/financialReports/2Q19_MDxA_Th.pdf.
- ธนาคารแห่งประเทศไทย. (2562). ทิศทางเศรษฐกิจปี 2562 ยังเติบโตแต่ในอัตราที่ชะลอลง. สืบค้นเมื่อ 1 พฤศจิกายน 2562, จากเว็บไซต์: https://www.bot.or.th/Thai/BOT_Magazine/Pages/CoverStory0162.aspx.
- รัชชัย วรสุนทร และอุษณา แจ็งค้อย. (2556). ความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดอิสระกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ : หลักฐานเชิงประจักษ์บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม Set100. วารสารชุมชนวิจัย มหาวิทยาลัยราชภัฏพระนครราชสีมา, 9(2), หน้า 89-100.
- นพดล ตั้งชัย. (2559). ความสัมพันธ์ระหว่างวงจรธุรกิจกับการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. งานนิพนธ์ บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต สาขาวิชาบริหารธุรกิจ สำหรับผู้บริหาร, มหาวิทยาลัยบูรพา.
- นิเวศน์ เหมวชิรวารกร. (2559). ประเมินมูลค่าหุ้นด้วย Market Cap. สืบค้นเมื่อ 1 มกราคม 2563, จากเว็บไซต์: <https://www.bangkokbiznews.com/blog/detail/638698>
- นันทนัช อัญชลีพรสันต์. (2559). ทฤษฎีการส่งสัญญาณในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ. การค้นคว้าอิสระ วิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- บุญนาค เกิดสินธุ์. (2554). ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินและราคาตลาดหลักทรัพย์ กลุ่มพาณิชย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การค้นคว้าอิสระ ปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี.

- บุลพร วุฒิวาณิชชกุล. (2559). **หลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับ Post-Earnings Announcement Drift: กรณีศึกษาหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย**. การค้นคว้าอิสระ วิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.
- ปราณญาดา สถาปนรัตน์กุล และประยูร โตสงวน. (2558). **ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรที่มีต่อราคาตลาดของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ. การประชุม วิชาการและเสนอผลงานวิจัยระดับชาติ "สร้างสรรค์และพัฒนา เพื่อก้าวหน้าสู่ประชาคมอาเซียน"**, (2), หน้า 483-484.
- ปาริชาติ ประจักษ์สุต. (2555). **การศึกษาเปรียบเทียบความสัมพันธ์ของกำไรสุทธิ มูลค่าตามบัญชี และ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ที่มีต่ออัตราผลตอบแทน ของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET100. การค้นคว้าอิสระ บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย.**
- ปิยะรัตน์ โพธิ์ช้อย และสุปรียา คงแสงชู. (2559). **ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าตลาดกับมูลค่าตามบัญชี กำไรต่อหุ้นและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100. การประชุมวิชาการระดับชาติ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลสุวรรณภูมิ, (1), หน้า 536-545.**
- ปิยาภิศค์คี เจียรสุคนธ์, บัวจันทร์ อินธิโส และดวงฤทัย ณ นครพนม. (2561). **ทิศทางของกระแสเงินสดที่มีต่อราคาตลาดต่อกำไรและราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วารสารศิลปศาสตร์และวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์, 5(2), หน้า 1-11.**
- พรพรม ภัคตร์เปี่ยม. (2554). **การจ่ายปันผล. สืบค้นเมื่อ 1 ธันวาคม 2562, จากเว็บไซต์: <http://www.panphol.com>.**
- เพ็ญนิภา พรหม โคตร และนงคัณติย์ จันทรจิรัส. (2560). **กระแสเงินสดผลตอบแทนของหลักทรัพย์ และผลการดำเนินงานของบริษัท จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ. วารสารบริหารธุรกิจและการบัญชี มหาวิทยาลัยขอนแก่น. 1(3), หน้า 35-50.**
- ภาณุพันธุ์ อุดมผล. (2560). **ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (การค้นคว้าอิสระ วิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน, มหาวิทยาลัยกรุงเทพ).**
- ภัสรา ชวาลกร. (2549). **รู้จักกองทุนรวม. กรุงเทพฯ อมรินทร์พริ้นติ้งพับลิชชิ่ง.**

- รัมภากรณ์ อุทัยพัฒนศักดิ์. (2559). ความสัมพันธ์ระหว่างการถือครองเงินสดกับมูลค่าของกิจการ : กรณีศึกษาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (การค้นคว้าอิสระ วิทยาศาสตร์ มหาบัณฑิต สาขาวิชาการบริหารการเงิน, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์).
- วิศรุต ศรีบุญนาถ. (2556). การวิเคราะห์งบการเงิน (1) งบการเงินและการตัดสินใจลงทุน. สืบค้นเมื่อ 1 ธันวาคม 2562, จากเว็บไซต์ : <https://member.set.or.th/set/article.do?quantity=20&keyword=&subtopicId=37&topicId=37&lastId=9&language=th&country=TH>.
- วีระวรรณ ศิริพงษ์, กมลรัตน์ สฤณีพิรพันธุ์ และมันทนชัย สุทธิพันธุ์. (2561). อิทธิพลของกระแสเงินสด ต่อความสามารถในการทำกำไร และมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด กรณีศึกษาตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI). วารสารมหาวิทยาลัยนราธิวาสราชนครินทร์ สาขามนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์, 5(2), หน้า 111–120.
- สภาวิชาชีพบัญชี ในพระบรมราชูปถัมภ์. (2561). งบกระแสเงินสด, 1–29. สืบค้นเมื่อ 15 ธันวาคม 2562, จากเว็บไซต์ : <http://www.fap.or.th/upload/9414/y8AH4tNvps.pdf>
- สมศรี พลภักดี. (2561). ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดกับผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม set 100. (สารนิพนธ์ บัณฑิต มหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต).
- อภิเดช แวงสุวรรณ. (2550). ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลดำเนินงานในอนาคตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (วิทยานิพนธ์ ปริญญาบัณฑิต มหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยจุฬาลงกรณ์).
- อภิศักดิ์ เจียรสุคนธ์, สายทิพย์ จะโนภาย, ดวงฤทัย ณ นครพนม และนิภาภัทร แสนอุบล. (2560). ทิศทางของกระแสเงินสดที่มีต่อมูลค่าตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. รายงานสืบเนื่องการประชุมสัมมนาวิชาการ (Proceedings) การนำเสนอผลงานวิจัยระดับชาติ เครือข่ายบัณฑิตศึกษา มหาวิทยาลัยราชภัฏภาคเหนือ, (17), หน้า 1871-1879.
- อรทิษา อินทาปัจ. (2559). ปัจจัยที่กำหนดการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ. (การค้นคว้าอิสระ วิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน, มหาวิทยาลัยกรุงเทพ).
- อุษณี วรพันธ์พิทักษ์. (2549). ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและกำไรที่มีต่อราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (วิทยานิพนธ์ ปริญญาบัณฑิต มหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยจุฬาลงกรณ์).

Gredisgoods. (2562). **เงินปันผล คืออะไร ? (Dividend)**. สืบค้นเมื่อ 1 พฤศจิกายน 2562, จาก
เว็บไซต์ : <https://gredisgoods.com>

BIBLIOGRAPHY

- Agrawal, A., & Knoeber, C.R. (1996). **Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders**. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31, pp. 377-397.
- Alister, H., Susan, E., & Terry, M.S. (2000). **Earnings Volatility, Earnings Management, and Equity Value**, Working Paper (University of Washington).
- Aoun, D., & Hwang, J. (2008). **The effects of cash flow and size on the investment decisions of ICT firms: A dynamic approach**. *Information Economics and Policy*, 20: pp. 120-134.
- Afrifa, G. A. (2016). **Net working capital, cash flow and performance of UK SMEs**. *Review of Accounting and Finance*, 15(1), pp. 21-44.
- Bepari, K., Rahman, S.F., & TaherMollik, A. (2013). **Value relevance of earnings and cash flows during the global financial crisis**. *Review of Accounting and Finance*, 12(3), pp. 226-251.
- Cardamone, P., Carnevale, C., & Giunta, F. (2012). **The value relevance of social reporting: evidence from listed Italian companies**. *Journal of Applied Accounting Research*, 13(3), pp. 255-269.
- Hoque, M., & Rakow, K. (2015). **Do voluntary cash flow disclosures and forecasts matter to value of the firms?.** *Managerial Finance* Vol. 42 No. 1, pp. 3-12.
- Joh, S. (2003). **Corporate Governance and Firm Profitability: Evidence from Korea before the Economic Crisis**. *Journal of Financial Economics* 64, pp. 287-322.
- Lily, J., Venkatesh, S., & Sukserm, T. (2009). **Determinants of Dividend Payout in Thailand**. *Journal of Science and Technology, Ubon Ratchthani University*, 11(3), pp. 73-81.
- Lins, K. (2003). **Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets**. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 38, issue 1, pp. 159-184.
- Livnat, J., & Zarowin, P. (1990). **The Incremental Information Content of Cash Flow Components**. *Journal of Accounting and Economics*, 13, pp. 25-46.
- Pastor, L., & Stambaugh, R. F. (2003). **Liquidity Risk and Expected Stock Returns**. *Journal of Political Economy*, 111(3), pp. 642-685.

- Rountree, B., Weston, J. & Allayannis, G. (2008). **Do Investors Value Smooth Performance?**.
Journal of Financial Economic 90, pp. 237-257.
- Vincent, L. (1999). **The information content of funds from operations (FFO) for real estate investment trusts (REITS)**. Journal of Accounting & Economics 26 (1999): pp. 69-104.
- Wael, M. (2016). **The value relevance of earnings, cash flows and book values in Egypt**.
Management Research Review Vol.39 No.12, 2016. pp. 1752-1778.
- Watson, J., & Well, P.A. (2005). **The association between various earnings and cash flow measures of firm performance and stock returns: some Australian evidence**.
Sydney: School of Accounting, University of Technology Sydney.
- Ni, Y., Huang, P., Chiang, P., & Liao, Y (2019). **Cash flow statements and firm value: Evidence from Taiwan**. The Quarterly Review of Economics and Finance Volume 71, pp. 280-290.

ภาคผนวก ก

ภาคผนวก ก ผลการวิเคราะห์ค่าสถิติ

ค่า Durbin-Watson พยากรณ์จากกระแสเงินสด สำหรับชุดข้อมูลเพื่อทดสอบมูลค่าตามราคาตลาด

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.891 ^a	.794	.792	.73037	1.860

a. Predictors: (Constant), DEBT, CFF, NCF, CFO, LOGSIZE, CFI, LOGCFV

b. Dependent Variable: LOGMARKETCAP

ค่า Tolerance และ Variance Inflation Factor (VIF) ของตัวแปรอิสระในการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุของมูลค่าตามราคาตลาด

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	.407	.175		2.325	.020		
CFO	3.902	.322	.228	12.105	.000	.903	1.107
CFI	-1.563	.313	-.097	-4.995	.000	.857	1.167
CFF	.000	.005	.001	.043	.966	.972	1.029
NCF	-.081	.095	-.016	-.854	.393	.873	1.145
LOGCFV	.017	.020	.016	.848	.397	.853	1.172
LOGSIZE	.944	.020	.906	47.113	.000	.866	1.154
DEBT	-1.101	.127	-.171	-8.660	.000	.819	1.222

a. Dependent Variable: LOGMARKETCAP

ค่า Durbin-Watson พยากรณ์จากกระแสเงินสด สำหรับชุดข้อมูลเพื่อทดสอบอัตราเงินปันผลตอบแทน

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.327 ^a	.107	.094	.78806	1.839

a. Predictors: (Constant), DEBT, NCF, CFF, CFO, LOGCFV, LOGSIZE, CFI

b. Dependent Variable: DY

ค่า Tolerance และ Variance Inflation Factor (VIF) ของตัวแปรอิสระในการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุของอัตราเงินปันผลตอบแทน

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	.775	.218		3.560	.000		
CFO	1.671	.416	.182	4.017	.000	.863	1.159
CFI	2.352	.418	.272	5.621	.000	.757	1.321
CFF	-.012	.005	-.095	-2.207	.028	.955	1.047
NCF	.002	.119	.001	.019	.985	.905	1.105
LOGCFV	-.082	.026	-.143	-3.164	.002	.867	1.154
LOGSIZE	.014	.024	.025	.553	.581	.844	1.185
DEBT	-.092	.178	-.025	-.514	.608	.722	1.385

a. Dependent Variable: DY

ประวัติผู้วิจัย

ชื่อ-สกุล	นางสาวนันทิกานต์ พวงบุบผา
วัน เดือน ปีเกิด	29 กรกฎาคม 2529
สถานที่เกิด	อ.วิเศษชัยชาญ จ.อ่างทอง
ประวัติการศึกษา	ปี พ.ศ.2553-2561 บัญชีบัณฑิต มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมมาธิราช
ประสบการณ์ทำงาน	ปี พ.ศ. 2553-2557 เจ้าหน้าที่บัญชีการเงิน บริษัท อุตสาหกรรมนมไทย จำกัด ปี พ.ศ. 2557-2561 เจ้าพนักงานการเงินและบัญชี เทศบาลเมืองท่าโขลง จังหวัดปทุมธานี ปี พ.ศ. 2561-ปัจจุบัน นักวิชาการการเงินและบัญชี เทศบาลนครรังสิต จังหวัดปทุมธานี
ตำแหน่งงานปัจจุบัน	บ้านเลขที่ 59/140 หมู่ 2 ตำบลบ้านกรด อำเภอบางปะอิน จังหวัดพระนครศรีอยุธยา
สถานที่อยู่ปัจจุบัน	