

ผลกระทบโครงสร้างเงินทุนและกระแสเงินสดที่มีต่ออัตราผลตอบแทน  
หลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย  
THE IMPACT OF CAPITAL STRUCTURE AND CASH FLOW ON  
STOCK RETURN OF LISTED COMPANIES IN THE STOCK  
EXCHANGE OF THAILAND

สุขศรี บุตรวงศ์  
SUKSRI BUTWONG

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

บัญชีมหาบัณฑิต คณะบัญชี

มหาวิทยาลัยศรีปทุม

พ.ศ. 2561

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยศรีปทุม

**THE IMPACT OF CAPITAL STRUCTURE AND CASH FLOW ON  
STOCK RETURN OF LISTED COMPANIES IN THE STOCK  
EXCHANGE OF THAILAND**

**SUKSRI BUTWONG**

**A THESIS SUBMITTED IN PARTIAL FULEFILLMENT  
OF THE REQUIREMENTS FOR THE DEGREE OF  
MASTER OF ACCOUNTANCY SCHOOL OF ACCOUNTANCY  
SRIPATUM UNIVERSITY  
ACADEMIC YEAR 2018  
COPYRIGHT OF SRIPATUM UNIVERSITY**

ชื่อหัวข้อวิทยานิพนธ์

ผลกระทบ โครงสร้างเงินทุนและกระแสเงินสดที่มีต่ออัตรา  
ผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาด  
หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

THE IMPACT OF CAPITAL STRUCTURE AND CASH  
FLOW ON STOCK RETURN OF LISTED COMPANIES  
IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND

นักศึกษา

สุชศรี บุตรวงศ์ รหัสประจำตัว 61502849

หลักสูตร

บัญชีมหาบัณฑิต

คณะ

บัญชี

อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ฐิตาภรณ์ สีนจรรยาศักดิ์

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์

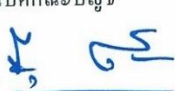
  
.....ประธานกรรมการ  
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.สมบูรณ์ สาระพัด)

  
.....กรรมการ  
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ฐิตาภรณ์ สีนจรรยาศักดิ์)

  
.....กรรมการ  
(ดร.พิเชษฐ์ โสภางษ์)

คณะบัญชี มหาวิทยาลัยศรีปทุม อนุมัติให้รับวิทยานิพนธ์ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของ  
การศึกษาตามหลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต

คณบดีคณะบัญชี

  
.....  
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ฐิตาภรณ์ สีนจรรยาศักดิ์)

วันที่ 12 เดือน กันยายน พ.ศ. 2562



หัวข้อวิทยานิพนธ์	ผลกระทบโครงสร้างเงินทุนและกระแสเงินสดที่มีต่ออัตราผลตอบแทน
หลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	
คำสำคัญ	โครงสร้างเงินทุน กระแสเงินสด อัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์
นักศึกษา	สุขศรี บุตรวงศ์
อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์	ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.จิตาภรณ์ สินจรูญศักดิ์
หลักสูตร	บัญชีมหาบัณฑิต
คณะ	บัญชี มหาวิทยาลัยศรีปทุม
พ.ศ.	2561

## บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Research) มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบโครงสร้างเงินทุนและกระแสเงินสดที่มีต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ศึกษา คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 230 บริษัท เครื่องมือที่ใช้ในการเก็บข้อมูล คือ แบบบันทึกข้อมูลสำคัญ สถิติที่ใช้ในการทดสอบตัวแปร คือ สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน (Pearson Product Moment Correlation Coefficient) และสถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์สมมติฐาน หาผลกระทบของตัวแปร คือ การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis)

ผลการวิจัย พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร มีผลกระทบเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนเงินปันผล และอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ มีผลกระทบเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 โครงสร้างเงินทุน ไม่มีมีผลกระทบต่อ อัตราผลตอบแทนเงินปันผล และอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นของกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจ ในขณะที่ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติมีผลกระทบทางบวกต่ออัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลงที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน กระแสเงินสดจากการลงทุน กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน ไม่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

<b>TITLE</b>	THE IMPACT OF CAPITAL STRUCTURE AND CASH FLOW ON STOCK RETURN OF LISTED COMPANIES IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND
<b>KEYWORD</b>	CAPITAL STRUCTURE, CASH FLOW, STOCK RETURN
<b>STUDENT</b>	SUKSRI BUTWONG
<b>ADVISOR</b>	ASIST.PROF. TITAPORN SINCHAROONSAK PH.D.
<b>LEVEL OF STUDY</b>	MASTER OF ACCOUNTANCY PROGRAM
<b>FACULTY</b>	SCHOOL OF ACCOUNTANCY SRIPATUM UNIVERSITY
<b>YEAR</b>	2018

### **ABSTRACT**

This research is quantitative research. The purposes are to study Impact of Capital Structure and Cash Flows on the Rate of Return of Securities of Listed Companies on the Stock Exchange of Thailand. The sample used in this study was 230 companies of listed companies on the Stock Exchange of Thailand. Collecting data from secondary data from the annual report (Form 56-1) and SETSMART database, the statistics used in the variable tests are Pearson Product Moment Correlation Coefficient and statistics used in Hypothesis analysis Find the impact effect of the variable is Multiple Regression Analysis at the statistical significance level of 0.05. The results show that the Proportion of Shares of Institutional investors Proportion of foreign investors Shareholding proportion of executives have a territorial effect Per dividend yield. And return on equity Proportion of shares of major shareholders Proportion of shares of institutional investors Proportion of foreign investors have a positive impact on the rate of return from the price change at the statistical significance level 0.05. and no capital structure has an impact on Dividend Yield and the rate of return of shareholders of the business industry group, while the proportion of shares of the major shareholders Proportion of shares of institutional investors the shareholding ratio of foreign investors has a positive impact on the rate of return from the price change at statistical significance. Cash flow from operations Cash flow from investment Cash flow from financing Does not affect the return on securities of listed companies in the Stock Exchange of Thailand.

## กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้ สำเร็จลุล่วงได้ด้วยความสามารถอย่างสูงจากท่าน ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ฐิตาภรณ์ สีนจรรยาศักดิ์ คณบดีคณะบัญชี อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ ที่กรุณาให้คำปรึกษา และคำแนะนำ ตลอดจนให้ความช่วยเหลือในการแก้ไขข้อบกพร่องต่าง ๆ เพื่อให้วิทยานิพนธ์ฉบับนี้มีความสมบูรณ์ ผู้วิจัยขอกราบขอบพระคุณเป็นอย่างสูง

ขอขอบพระคุณท่าน ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.สมบูรณ์ สารพัด ประธานกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ฐิตาภรณ์ สีนจรรยาศักดิ์ คณบดีคณะบัญชี มหาวิทยาลัยศรีปทุม และคณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ที่ได้ให้คำแนะนำที่มีคุณค่าอย่างยิ่งต่อการทำวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ รวมทั้งขอขอบพระคุณผู้ทรงคุณวุฒิ และผู้เชี่ยวชาญทุกท่าน ที่กรุณาให้ความอนุเคราะห์ ในการตรวจสอบเครื่องมือวิจัยในครั้งนี้

ขอขอบพระคุณทุก ๆ ท่านที่มีส่วนสนับสนุน งานวิจัยในครั้งนี้สำเร็จไปได้ ตลอดจนผู้ช่วยผู้อำนวยการหลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิตที่ให้ความอนุเคราะห์ตรวจสอบความถูกต้องของวิทยานิพนธ์ฉบับนี้

ทั้งนี้ผู้วิจัยขอมอบคุณค่า และประโยชน์อันพึงได้จากวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ เป็นเครื่องบูชา พระคุณบิดา มารดา ครู อาจารย์ และผู้มีพระคุณทุกท่าน

สุขศรี บุตรวงศ์

สิงหาคม 2562

## สารบัญ

บทคัดย่อภาษาไทย	I
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	II
กิตติกรรมประกาศ	III
สารบัญ	IV
สารบัญตาราง	VI
สารบัญภาพ	VII
บทที่	หน้า
<b>1 บทนำ</b> .....	1
ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา .....	1
วัตถุประสงค์ของการวิจัย.. .....	3
กรอบแนวคิดของการวิจัย.....	4
สมมติฐานการวิจัย .....	4
ขอบเขตของการวิจัย .....	6
ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	6
คำนิยามศัพท์ .....	7
<b>2 แนวคิดทฤษฎีและผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง</b> .....	10
ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง .....	10
แนวคิดเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน .....	13
แนวคิดเกี่ยวกับกระแสเงินสด .....	15
แนวคิดเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์.....	17
งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	19
<b>3 ระเบียบวิธีวิจัย</b> .....	28
เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย.....	29
ประชากร ตัวอย่าง และการเลือกตัวอย่าง .....	29
วิธีการเก็บข้อมูล .....	31
วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล .....	33

วิธีการทางสถิติ.....	33
----------------------	----

## สารบัญ (ต่อ)

บทที่	หน้า
4 การวิเคราะห์ข้อมูล.....	35
การวิเคราะห์ข้อมูล .....	35
การทดสอบความสัมพันธ์.....	37
การทดสอบสมมติฐาน.....	41
5 สรุป อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ .....	63
สรุปผลการวิจัย.....	63
การอภิปรายผลการวิจัย .....	66
ข้อเสนอแนะ.....	69
บรรณานุกรม.....	71
ภาคผนวก.....	83
ภาคผนวก ก.....	84
ภาคผนวก ข .....	87
ประวัติผู้วิจัย.....	92



## สารบัญตาราง

ตาราง	หน้า
2.1 ความหมายของอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์.....	18
3.1 กลุ่มตัวอย่างแต่ละกลุ่มของประเภทอุตสาหกรรม .....	31
3.2 การวัดค่าตัวแปรอิสระที่ใช้ในการวิจัย.....	31
3.3 การวัดค่าตัวแปรตามที่ใช้ในการวิจัย .....	32
3.4 การวัดค่าตัวแปรควบคุมที่ใช้ในการวิจัย.....	32
4.1 ตัวอย่างของชื่อตัวแปรที่ทำการศึกษา.....	36
4.2 การทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรโดยสถิติเพียร์สัน .....	38
4.3 ค่า Tolerance และ ค่า VIF .....	39
4.4 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา .....	40
4.5 ผลการทดสอบผลกระทบของตัวแปรชุดโครงสร้างเงินทุนที่มีต่ออัตราผลตอบแทน เงินปันผล .....	42
4.6 ผลการทดสอบผลกระทบของตัวแปรชุดโครงสร้างเงินทุนที่มีต่ออัตราผลตอบแทน จากราคาที่เปลี่ยนแปลง.....	43
4.7 ผลการทดสอบผลกระทบของตัวแปรชุดโครงสร้างเงินทุนที่มีต่ออัตราผลตอบแทน ผู้ถือหุ้น .....	44
4.8 ตารางแสดงผลการทดสอบผลกระทบของตัวแปรชุดกระแสเงินสด ที่มีต่ออัตรา ผลตอบแทนเงินปันผล .....	46
4.9 ตารางแสดงผลการทดสอบผลกระทบของตัวแปรชุดกระแสเงินสด ที่มีต่ออัตรา ผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง.....	47
4.10 ตารางแสดงผลการทดสอบผลกระทบของตัวแปรชุดกระแสเงินสด ที่มีต่ออัตรา ผลตอบแทนผู้ถือหุ้น .....	48
4.11 การทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปร โดยสถิติเพียร์สันของกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจ บริการ .....	49
4.12 ค่า Tolerance และ ค่า VIF ของกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ.....	50
4.13 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา ของกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ .....	51
4.14 ตารางแสดงผลการทดสอบผลกระทบของตัวแปรชุดโครงสร้างเงินทุน ที่มีต่ออัตรา ผลตอบแทนเงินปันผลของกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ .....	53

## สารบัญตาราง (ต่อ)

ตาราง	หน้า
4.15 ตารางแสดงผลการทดสอบผลกระทบของตัวแปรชุด โครงสร้างเงินทุน ที่มีต่ออัตรา ผลตอบแทนจากราคา ที่เปลี่ยนแปลงของกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ .....	54
4.16 ตารางแสดงผลการทดสอบผลกระทบของตัวแปรชุด โครงสร้างเงินทุนที่มีต่ออัตรา ผลตอบแทนผู้ถือหุ้น ของกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ .....	55
4.17 ตารางแสดงผลการทดสอบผลกระทบของตัวแปรชุดกระแสเงินสด ที่มีต่ออัตรา ผลตอบแทนเงินปันผล ของกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ .....	56
4.18 ตารางแสดงผลการทดสอบผลกระทบของตัวแปรชุดกระแสเงินสด ที่มีต่ออัตรา ผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลงของกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ .....	57
4.19 ตารางแสดงผลการทดสอบผลกระทบของตัวแปรชุดกระแสเงินสด ที่มีต่ออัตรา ผลตอบแทนผู้ถือหุ้นของกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ .....	58
4.20 สรุปผลการทดสอบสมมติฐาน .....	59

## สารบัญภาพ

ภาพประกอบที่	หน้า
1 กรอบแนวคิด .....	4
2 ความสัมพันธ์ของโครงสร้างเงินทุนและโครงสร้างทางการเงิน .....	13

# บทที่ 1

## บทนำ

### ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

การสร้างความยั่งยืนให้กับกิจการนั้นนอกจากปัจจัยหลาย ๆ ด้านไม่ว่าจะเป็นสินค้าหรือบริการที่ตรงกับความต้องการของตลาดที่เปลี่ยนแปลงตลอดเวลา ความพร้อมของทรัพยากรขององค์กรไม่ว่าจะเป็นด้านแผนธุรกิจ ด้านบุคลากร ด้านเทคโนโลยี ที่สามารถรองรับการเติบโตของกิจการผ่านแผนกลยุทธ์ที่ได้ตั้งเป้าหมายไว้ ปัจจัยทางการเงินถือเป็นปัจจัยที่สำคัญเช่นกันที่จะนำพากิจการให้บรรลุวัตถุประสงค์ขององค์กรได้ เราจึงมักพบว่า มีผู้ประกอบการหลาย ๆ รายที่มีไอเดียทางธุรกิจที่เป็นที่ต้องการของตลาด แต่ต้องประสบกับปัญหาด้านเงินทุนและสภาพคล่องที่ไม่สามารถต่อ ยอดให้สินค้าหรือบริหารไปสู่ตลาดได้ ดังนั้นปัจจัยด้านเงินทุนและสภาพคล่องจึงเป็นสิ่งที่ธุรกิจไม่ควรละเลยในการวางแผนให้รอบคอบ เริ่มตั้งแต่การกำหนดแผนกลยุทธ์ระยะยาวของกิจการ ทิศทางที่กิจการต้องการจะมุ่งไปได้มีการประเมิน เตรียมความพร้อมพื้นฐานของหน่วยงานธุรกิจให้ดำเนินงานไปตามแผนได้ ซึ่งค่าใช้จ่ายที่กิจการมักต้องใช้เงินจำนวนมาก เช่น การขยายตัวโรงงาน การลงทุนในเครื่องจักรใหม่ การพัฒนาระบบเทคโนโลยี ถ้ากิจการไม่ได้เตรียมวางแผนเงินทุนและกระแสเงินสดควบคู่กันไปให้เพียงพอต่อการขยายตัวก็มักจะเสียเปรียบคู่แข่งที่มีการวางแผนความพร้อมและชิงส่วนแบ่งตลาดได้ก่อน แหล่งเงินทุนของกิจการแบ่งได้เป็น 2 ประเภทหลัก ๆ คือ เงินทุนในส่วนเจ้าของกิจการ ในช่วงเริ่มแรกเจ้าของกิจการมักใช้เงินตัวเองหรือเงินของครอบครัว เครือญาติ หรือเพื่อนมาร่วมลงทุนกัน ซึ่งหากเงินทุนในส่วนของการกู้ยืมเจ้าของเงินจะได้รับผลตอบแทนในรูปแบบดอกเบี้ย ซึ่งเป็นผลตอบแทนที่ตายตัว แต่สำหรับเจ้าของเงินลงทุนในส่วนทุนนั้นผลตอบแทนจะเป็นในอัตราไม่ตายตัวขึ้นอยู่กับผลประกอบการ นอกจากเงินลงทุนส่วนตัวหรือจากบุคคลใกล้ชิดแล้ว ยังมีเงินทุนอีกประเภทคือ เงินกู้ยืมจากบุคคลภายนอกหรือสถาบันการเงิน เงินทุนประเภทนี้จะมีต้นทุนในรูปแบบดอกเบี้ยที่สามารถนำมาเป็นค่าใช้จ่ายทางภาษีได้ แต่ทั้งนี้ทั้งนั้นการพิจารณาถึงความเสี่ยงในการคืนชำระหนี้ที่อาจเกิดขึ้นได้ การพิจารณาถึงรายได้ที่จะเกิดขึ้นจากการนำเงินกู้ยืมไปใช้ว่าเป็นระยะสั้นหรือระยะยาว การใช้แหล่งกู้ยืมเงินผิดประเภทกับวัตถุประสงค์การใช้เงินก็อาจทำให้การบริหารสภาพคล่องของกิจการมีปัญหาได้ โดยทั่วไปแล้วโครงสร้างเงินทุน และกระแสเงินสดของธุรกิจประกอบด้วย

หนี้สินระยะยาวและส่วนของผู้ถือหุ้น แต่ละธุรกิจมักจะกำหนดสัดส่วนระหว่างแหล่งเงินทุนและกระแสเงินสดแต่ละประเภทแตกต่างกันขึ้นอยู่กับนโยบายการบริหารงานและสภาพแวดล้อมของกิจการ (ราวสน ใจสมุทร , 2561)

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Stock Exchange of Thailand) เป็นศูนย์กลางในการระดมทุนรวมถึงเป็นศูนย์กลางของตลาดทุนในการซื้อขายหลักทรัพย์จดทะเบียนทั้งในประเทศและต่างประเทศ การรวมกลุ่มของบริษัทต่าง ๆ เป็นจำนวนมากทั้งบริษัทที่มีขนาดใหญ่ที่มีผลประกอบการดี และบริษัทที่มีผลประกอบการขาดทุน (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2562) การเลือกลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ นักลงทุนจะใช้ข้อมูลพื้นฐานจากราคาหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าราคาตลาด (Market Value) สูงจะเป็นที่สนใจของนักลงทุนเป็นอย่างมาก แต่การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าราคาตลาดสูง ย่อมมีความเสี่ยงสูงเช่นเดียวกัน การจัดหาเงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นเงินลงทุนที่ไม่มีพันธะผูกพันที่ต้องคืนเงินที่ผู้ถือหุ้นนำมาลงทุน และไม่ต้องมีภาระต้องจ่ายผลตอบแทนให้ผู้ถือหุ้น แต่ด้วยความแตกต่างของโครงสร้างความเป็นเจ้าของ การทำหน้าที่บริหารงานภายในกิจการจึงเป็นหน้าที่ของฝ่ายจัดการที่ผู้ถือหุ้นหรือเจ้าของจ้างมาบริหารงานแทนการที่ผู้บริหารไม่ได้เป็นเจ้าของแต่ต้องรับผิดชอบความเสี่ยงในการดำเนินงานอาจทำให้ขาดแรงจูงใจในการบริหารงาน เพื่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่ผู้ถือหุ้น แต่อาจกระทำการไม่เหมาะสมโดยไม่เสี่ยงที่จะลงทุนในโครงการต่าง ๆ หรือการโอนทรัพย์สินของบริษัทไปสู่ตนเองได้ (Jansen & Meckling, 1976)

การลงทุนในตลาดทุนที่มีความเสี่ยงหลากหลาย ผู้ลงทุนจึงจำเป็นต้องพิจารณาข้อมูลจากหลาย ๆ แหล่งข้อมูลที่สิ่งสำคัญที่ผู้ลงทุนต้องมีในการพิจารณาเพื่อตัดสินใจ การจะเลือกลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ใดหลักทรัพย์หนึ่ง นักลงทุนต้องใช้ข้อมูลที่ถูกต้อง เพียงพอ และหลากหลายในการพิจารณา การวิเคราะห์งบการเงิน จึงเป็นเครื่องมือชนิดหนึ่งที่สามารถช่วยสนับสนุนการตัดสินใจของนักลงทุน ข้อมูลทางบัญชีที่มีความสำคัญนอกจากการวิเคราะห์งบแสดงฐานะการเงิน งบกำไรขาดทุน งบกระแสเงินสดเป็นอีกบัญชีหนึ่งที่มีข้อมูลที่ได้รับผลกระทบจากนโยบายการบัญชีและประมาณการของผู้บริหาร (ปราณญาดา สถาปนรัตน์กุล, 2558) ที่แสดงให้เห็นถึงฐานะของกระแสเงินสดรับ กระแสเงินสดจ่าย และรายการเทียบเท่าเงินสดที่มีสภาพคล่องสูง ซึ่งแหล่งข้อมูลที่ผู้ซึ่งงบการเงินส่วนใหญ่เลือกใช้คือ ข้อมูลกระแสเงินสด กิจการไหนมีกระแสเงินสดดี จะมีความสามารถในการชำระหนี้ได้ดีกว่า กิจการที่ขาดสภาพคล่องของกระแสเงินสด งบกระแสเงินสดประกอบด้วย 3 กิจกรรม คือ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (Cash Flows of Operating Activities) กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน (Cash Flows of Investing Activities) และกระแสเงินสดที่เกิดจากกิจกรรมจัดหาเงิน (Cash Flows of Financing Activities) (สุรกิจ คำสงศ์ปิ่น, 2559)

การพิจารณาถึงโครงสร้างของเงินทุนและกระแสเงินสดของกิจการ (Capital Structure) สิ่งที่สำคัญคือ อัตราส่วนหนี้สิน และกระแสเงินสดก็เป็นเรื่องที่ต้องบริหารจัดการให้อยู่ใน

สัดส่วนที่เหมาะสม กับลักษณะการดำเนินงานธุรกิจของแต่ละอุตสาหกรรม เพราะแต่ละอุตสาหกรรมก็จะมีลักษณะโครงสร้างเงินทุน และกระแสเงินสดแตกต่างกัน ยกตัวอย่างเช่น ธนาคารพาณิชย์ กลุ่มเงินทุนและหลักทรัพย์ จะมีอัตราส่วนหนี้สินที่สูงเพราะเป็นลักษณะของการประกอบกิจการที่ต้องนำเงินที่รับฝากไปปล่อยกู้ อีกปัจจัยหนึ่งในการพิจารณาของกิจการ คือกระแสเงินสด เพราะหากมีเหตุการณ์ภายนอกมากระทบทำให้กิจการไม่สามารถทำรายได้ได้ตามที่ได้วางแผนไว้แต่ต้องมีค่าใช้จ่ายที่ไม่สามารถหลีกเลี่ยงได้ในส่วนนี้ก็จะกระทบกระแสเงินสดจนทำให้กิจการขาดสภาพคล่องและส่งผลกระทบต่อมูลค่าผลตอบแทนของกิจการได้ (วรศักดิ์ ทุมมานนท์ ,2558) องค์ประกอบหลักในการลงทุนนอกจากโครงสร้างเงินทุน ผลตอบแทนจากเงินปันผลและผลตอบแทนราคาหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนแปลงผู้ลงทุนจึงจำเป็นต้องศึกษาโครงสร้างเงินทุน และวิเคราะห์งบการเงินจากข้อมูลในงบกระแสเงินสด ซึ่งได้เข้ามามีบทบาทในการตัดสินใจลงทุนด้วย เพราะงบกระแสเงินสดนั้น เป็นการแสดงให้เห็นถึงแหล่งที่มาและแหล่งที่ใช้ไปของเงินสด ทั้งในส่วนของกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน กระแสเงินสดจากการลงทุน และกระแสเงินสดจากการหาเงินถือเป็นส่วนประกอบที่สำคัญในการวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐาน (Fundamental analysis) และยังมีงานวิจัยเกี่ยวกับความสัมพันธ์โครงสร้างเงินทุนกับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์หลายท่านมีการนำอัตราส่วนหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น กำไรต่อหุ้นเป็นตัวแปรอิสระที่ใช้ในการวิจัยความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนด้วย (กฤตยชญ์ ศรีสุข, 2556; ไพสิฐ โกวิทยามงคล, 2553; กนกศักดิ์ สุขวัฒนาสินธิ์, 2556; นันทภา กุลสัมพันธ์โกศล, 2556)

จากความสำคัญที่กล่าวข้างต้นพบว่า งานวิจัยในอดีตเลือกโครงสร้างเงินทุน รายการกระแสเงินสดตามวัตถุประสงค์ของการศึกษาที่แตกต่างกันออกไป บางงานวิจัยใช้โครงสร้างเงินทุนเพียงอย่างเดียว และกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน บางงานวิจัยใช้กระแสเงินสดจากการลงทุนและบางงานวิจัยใช้กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน ซึ่งมีงานวิจัยจำนวนน้อยที่ใช้โครงสร้างเงินทุน กระแสเงินสดครบทั้งสามประเภท เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ในงานวิจัยเดียวกัน และศึกษาในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทำให้ผู้วิจัยสนใจอยากทราบถึงผลกระทบโครงสร้างเงินทุนและกระแสเงินสดกับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์อย่างไร ปัจจัยที่นำศึกษาคือ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน กระแสเงินสดจากการลงทุน กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน และผู้วิจัยได้นำ อายุของธุรกิจ และกำไรต่อหุ้น มาเป็นตัวแปรควบคุม เพื่อศึกษาผลกระทบที่มีต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ หรือไม่

### วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. ศึกษาผลกระทบโครงสร้างเงินทุน และกระแสเงินสดที่มีต่ออัตราผลตอบแทนเงินปันผลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

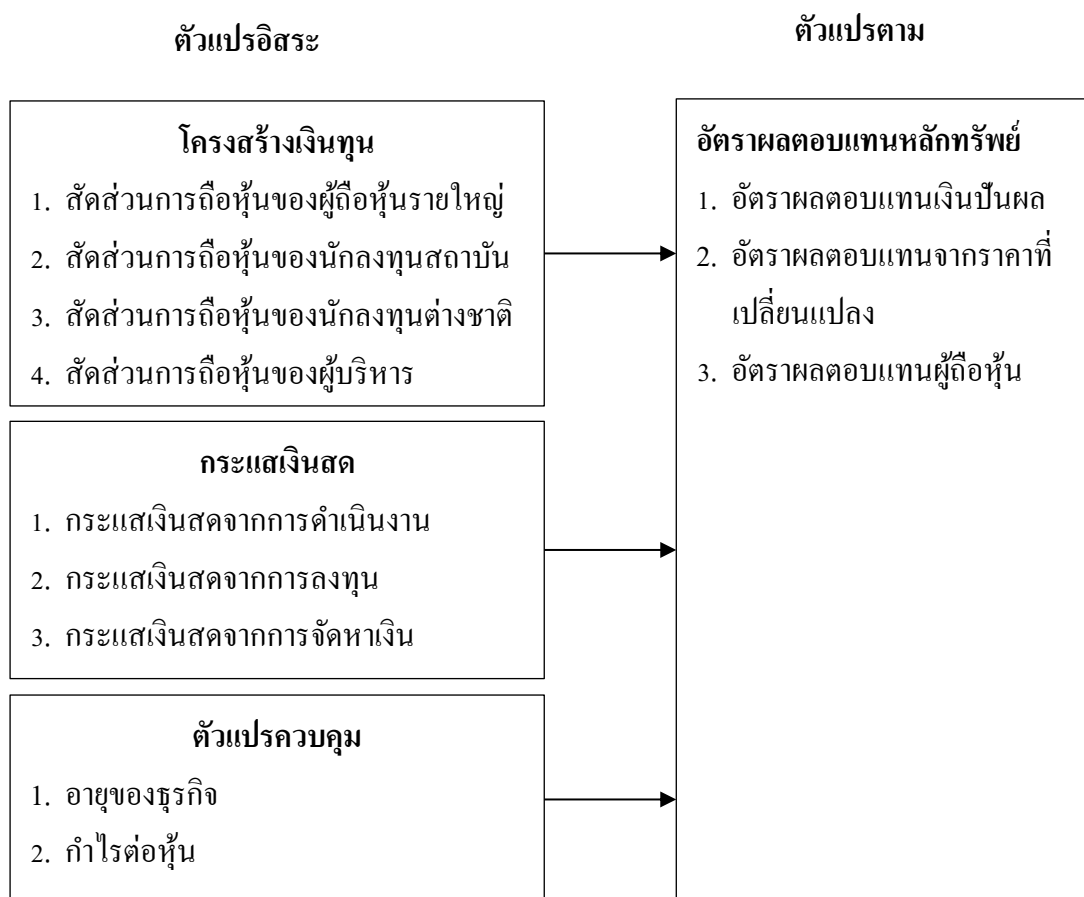
2. ศึกษาผลกระทบโครงสร้างเงินทุน และกระแสเงินสดที่มีต่ออัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลงของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3. ศึกษาผลกระทบโครงสร้างเงินทุน และกระแสเงินสดที่มีต่ออัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

4. ศึกษาผลกระทบโครงสร้างเงินทุน และกระแสเงินสดที่มีต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ

### กรอบแนวคิดของการวิจัย

จากการศึกษาเอกสาร แนวคิด ทฤษฎีเกี่ยวกับผลกระทบโครงสร้างเงินทุนและกระแสเงินสดที่มีต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัท ที่จะจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจึงสามารถทำให้กำหนดกรอบแนวคิดในการวิจัยได้ดังนี้



ภาพประกอบ 1 กรอบแนวคิดของการวิจัย

### สมมติฐานการวิจัย

จากกรอบแนวคิดสามารถกำหนดสมมติฐาน เพื่อทำการทดสอบได้ดังนี้





**สมมติฐานที่ 11** กระแสเงินสด ที่มีผลกระทบต่อ อัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย : ของกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ

**สมมติฐานที่ 12** กระแสเงินสด ที่มีผลกระทบต่อ อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย : ของกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ

## ขอบเขตของการวิจัย

### 1. ขอบเขตด้านเนื้อหา

การศึกษารั้งนี้ผู้วิจัยได้มุ่งเน้นศึกษาผลกระทบโครงสร้างเงินทุน และกระแสเงินสดที่มีต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยศึกษาตัวแปรอิสระ คือ 1) สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 2) สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน 3) สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ 4) สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร 5) กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน 6) กระแสเงินสดจากการลงทุน 7) กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน และตัวแปรตามคือ 1) อัตราผลตอบแทนเงินปันผล 2) อัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง 3) อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น โดยมีตัวแปรควบคุม คือ อายุของกิจการ และกำไรต่อหุ้น

### 2. ขอบเขตด้านประชากร

ประชากรที่ใช้ในการศึกษารั้งนี้คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 8 กลุ่มอุตสาหกรรม ประกอบด้วย 1) กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอาหาร 2) กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค 3) กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม 4) กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง 5) กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร 6) กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ 7) กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ 8) กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี

### 3. ขอบเขตด้านระยะเวลา

การศึกษารั้งนี้เป็นการศึกษาผลกระทบโครงสร้างเงินทุน และกระแสเงินสดที่มีต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่มีรอบระยะเวลาบัญชีระหว่างวันที่ 1 มกราคม ถึง 31 ธันวาคม ปี พ.ศ. 2557 – 2561

## ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

### 1. ประโยชน์ทางด้านวิชาการ

1.1 เพื่อเพิ่มเติมความรู้และผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับผลกระทบโครงสร้างเงินทุนที่มีต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ ซึ่งประกอบด้วย 1) สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 2) สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน 3) สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ 4) สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร

1.2 เพื่อเพิ่มเติมความรู้และผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับผลกระทบกระแสเงินสดที่มีต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ ซึ่งประกอบด้วย 1) กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน 2) กระแสเงินสดจากการลงทุน 3) กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน

1.3 เพื่อเพิ่มเติมความรู้และผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ ซึ่งประกอบด้วย 1) อัตราผลตอบแทนเงินปันผล 2) อัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง 3) อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น

## 2. ประโยชน์ในการนำไปใช้

2.1 เพื่อเป็นแนวทางให้องค์กรทราบและเข้าใจถึงผลกระทบโครงสร้างเงินทุนและกระแสเงินสดกับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ เพื่อให้ผู้บริหารสามารถนำไปปรับใช้ในการกำหนดนโยบายและการวางแผนโครงสร้างเงินทุนให้เหมาะกับธุรกิจตนเอง

2.2 เพื่อเป็นแนวทางให้ผู้ลงทุนสามารถนำความรู้จากงานวิจัยฉบับนี้เป็นข้อมูลในการวิเคราะห์ประกอบการลงทุน โดยพิจารณาจากโครงสร้างเงินทุน กระแสเงินสดและอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ โดยเฉพาะนักลงทุนรายย่อยเพื่อปกป้องสิทธิประโยชน์และการป้องกันการเอาเปรียบจากนักลงทุนรายใหญ่

## คำนิยามศัพท์

**โครงสร้างเงินทุน** หมายถึง เงินทุนระยะยาวของธุรกิจซึ่งอาจมาจากภายในและภายนอกเพื่อนำมาขยายกิจการหรือใช้ในการดำเนินงาน โครงสร้างของเงินทุนประกอบด้วยหนี้สินระยะยาวและส่วนของผู้ถือหุ้น (อัสนัย ชูรวติกุล, 2552)

**สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่** หมายถึง บุคคลที่ถือหุ้นบริษัทหลักทรัพย์ไม่ว่าทางตรงหรือทางอ้อมเกินกว่าร้อยละสิบของจำนวนหุ้นที่มีสิทธิออกเสียงทั้งหมดของบริษัทนั้น (อัสนัย ชูรวติกุล, 2552)

**สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน** หมายถึง นักลงทุนที่เข้าเงื่อนไขตามคำจำกัดความนักลงทุนสถาบันของประกาศของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และได้แสดงรายชื่อในรายนามผู้ถือหุ้นของบริษัทนั้น (อัสนัย ชูรวติกุล, 2552)

**สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ** หมายถึง ร้อยละของการถือหุ้นของนักลงทุนที่ประกอบไปด้วยบุคคลธรรมดาและนิติบุคคลที่ไม่ได้ใช้สัญชาติไทย เข้าไปถือหุ้นของบริษัท (อัสนัย ชูรวติกุล, 2552)

**สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร** หมายถึง กรรมการผู้อำนวยการและผู้ดำรงตำแหน่งระดับบริหารสักรายแรกนับต่อจากกรรมการผู้อำนวยการลงมารวมถึงผู้ซึ่งดำรงตำแหน่งระดับบริหารในสายงานบัญชีหรือการเงินที่เป็นระดับผู้จัดการฝ่ายขึ้นไปผู้บริหารของบริษัทฯตามนิยามของสำนักงาน ก.ล.ด. (อัสนัย ชูรวติกุล, 2552)

**กระแสเงินสด** หมายถึง ข้อมูลทางบัญชีที่ได้ขจัดประมาณการของผู้บริหาร และผลกระทบจากนโยบายการบัญชี โดยเป็นข้อมูลแสดงให้เห็นถึงฐานะของกระแสเงินสดรับ กระแสเงินสดจ่าย และรายการเทียบเท่าเงินสดที่มีสภาพคล่องสูง (สุรกิจ คำวงศ์ปิ่น, 2559)

**กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน** หมายถึงกระแสเงินสดที่เกิดจากกิจกรรมหลักที่ก่อให้เกิดรายได้ของกิจการที่ไม่ใช่กระแสเงินสดจากการลงทุน หรือกระแสเงินสดจากการหาเงิน กระแสเงินสดจากการดำเนินงานจึงมักเป็นผลจากรายการต่าง ๆ และเหตุการณ์อื่นที่เกิดขึ้นในการคำนวณกำไรสุทธิ แต่ไม่รวมถึงกำไรหรือขาดทุนจากการขายสินทรัพย์ ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของกระแสเงินสดจากการลงทุน (สุรกิจ คำวงศ์ปิ่น, 2559)

**กระแสเงินสดจากการลงทุน** หมายถึง กระแสเงินสดที่เกิดขึ้นจากการซื้อและจำหน่ายสินทรัพย์ระยะยาว และเงินลงทุนอื่นของกิจการซึ่งไม่รวมอยู่ในรายการเทียบเท่าเงินสด กระแสเงินสดดังกล่าวแสดงถึงรายการที่กิจการได้จ่ายไปเพื่อซื้อสินทรัพย์ต่าง ๆ ที่จะก่อให้เกิดรายได้และกระแสเงินสดรับในอนาคต (สุรกิจ คำวงศ์ปิ่น, 2559)

**กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน** หมายถึง กระแสเงินสดที่เกิดจากการก่อหนี้สินทั้งระยะสั้นและระยะยาวและกระแสเงินสดที่ได้รับจากการลงทุนโดยเจ้าของกิจการหรืออื่นใดที่มีผลทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในขนาดและโครงสร้างของส่วนของผู้ถือหุ้นและส่วนของการกู้ยืมของกิจการ (สุรกิจ คำวงศ์ปิ่น, 2559)

**อัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์** หมายถึง ผลตอบแทน ผลประโยชน์ที่นักลงทุนจะได้รับในรูปแบบอัตราผลตอบแทนเงินปันผล อัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (เพ็ญนิภา พรหมโคตร, 2560)

**อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล** หมายถึง ผลตอบแทน หรือผลประโยชน์ที่นักลงทุนจะได้รับในรูปแบบอัตราผลตอบแทนเงินปันผล (เพ็ญนิภา พรหมโคตร, 2560)

**อัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง** หมายถึง ผลตอบแทน ผลประโยชน์ที่นักลงทุนจะได้รับในรูปแบบอัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง (เพ็ญนิภา พรหมโคตร, 2560)

**อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น** หมายถึง ผลตอบแทน ผลประโยชน์ที่นักลงทุนจะได้รับในรูปแบบอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (เพ็ญนิภา พรหมโคตร, 2560)

**อายุของธุรกิจ** กำหนดโดยใช้ลอการิทึมของวันแรกของการก่อตั้งบริษัทจนถึงวันที่ 31 ธันวาคม 2561

**กำไรต่อหุ้น** หมายถึง กำไรสุทธิจากการดำเนินงานของกิจการต่อหุ้นสามัญที่ซื้อขายอยู่ในตลาดหุ้นแล้ว

## สรุป

สำหรับเนื้อหาในบทที่ 1 บทนำเป็นการกล่าวถึง ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา วัตถุประสงค์การวิจัย กรอบแนวคิดในการวิจัย คำถามการวิจัย สมมติฐานการวิจัย ขอบเขตของการวิจัย ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ และนิยามศัพท์เฉพาะ ส่วนบทต่อ ๆ ไป กล่าวถึงประเด็นต่าง ๆ ดังนี้ บทที่ 2 กล่าวถึงแนวคิดทฤษฎี และผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง บทที่ 3 กล่าวถึงระเบียบวิธีวิจัยที่นำมาใช้ในการศึกษาครั้งนี้ บทที่ 4 เป็นการนำเสนอผลการวิเคราะห์ข้อมูล และบทที่ 5 เป็นการสรุปผลการวิจัย การอภิปรายผลการวิจัย ข้อจำกัดของการวิจัย และข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยในอนาคต

## บทที่ 2

### แนวคิดทฤษฎีและผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาเรื่องผลกระทบโครงสร้างเงินทุนและกระแสเงินสดที่มีต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยได้ศึกษาเอกสารและผลงานวิจัยที่มีผู้ศึกษาไว้แล้วในประเด็นสำคัญต่าง ๆ ซึ่งประกอบด้วยเอกสารที่เกี่ยวข้อง ทฤษฎีและผลงานวิจัยดังนี้

1. แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง
  - 1.1 ทฤษฎีตัวแทน
  - 1.2 ทฤษฎีการจัดหาตามลำดับ
2. แนวคิดเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน
3. แนวคิดเกี่ยวกับกระแสเงินสด
4. แนวคิดเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์
5. งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

#### แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

ทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการกำหนดโครงสร้างทางการเงินลงทุนนั้นมีหลากหลายทฤษฎี ซึ่งแต่ละทฤษฎีต่างมีข้อกำหนดและบริบทในการนำมาประยุกต์ใช้ที่แตกต่างกันออกไป ในการวิจัยครั้งนี้ผู้วิจัยได้ใช้ทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับ โครงสร้างเงินทุน และราคาหลักทรัพย์เพื่อเป็นแนวทางในการศึกษาดังนี้

**ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)** ทฤษฎีตัวแทนและตัวแทนเป็นอีกหนึ่งทฤษฎีที่ใช้อธิบายกลไกการกำกับดูแลกิจการซึ่งสะท้อนพฤติกรรมของคน และความเป็นไปในองค์กรเพื่อใช้อธิบายมูลเหตุจูงใจของผู้บริหารในการประพฤติมิชอบ เช่นการตกแต่งบัญชีเพื่อยกย้ายถ่ายเทผลประโยชน์ที่ควรจะเป็นของผู้ถือหุ้นให้กลายเป็นประโยชน์อันมิควรได้ของผู้บริหาร แนวคิดตัวแทน (Agency Concept) ผู้ถือหุ้นหรือเจ้าของกิจการต้องการผลตอบแทนที่คุ้มค่าแก่การลงทุนซึ่งบางกิจการจะดำเนินงานทุกอย่างเพื่อให้เป็นไปตามจุดมุ่งหมายเพื่อสร้างผลตอบแทนให้มากที่สุดโดยไม่คำนึงว่าใครจะได้รับผลกระทบจากการดำเนินงานบ้าง แต่ด้วยโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีความแตกต่างกัน อำนาจการบริหารงานจึงต้องพึ่งพาคลกลภายนอก Jensen and Meckling (1976)

ได้กล่าวถึงความสัมพันธ์ระหว่างบุคคลสองฝ่ายซึ่งฝ่ายหนึ่งเรียกว่าตัวการ (Principle) คือผู้ซึ่งต้องการให้บริษัทมีกำไรและได้ผลประโยชน์สูงสุดมุ่งเพื่อให้บริษัทมีผลตอบแทนสูง คุ่มค่ากับที่ลงทุนไปให้มากที่สุดโดยจะคำนึง หรือไม่คำนึงถึงวิธีการที่จะได้มาของผลตอบแทนเหล่านั้น กับอีกฝ่ายหนึ่งเรียกว่าตัวแทน (Agent) เปรียบเสมือนลูกจ้างไม่ว่าจะเป็นลูกจ้างระดับสูงหรือต่ำ เสมือนตัวแทนกรรมการบริษัทผู้ซึ่งมีหน้าที่ต้องทำให้ผู้ว่าจ้างหรือตัวการมีความพึงพอใจสูงสุด โดยวิธีการที่มีประสิทธิภาพภายใต้ค่าใช้จ่ายหรือต้นทุนที่จำกัดและออกแบบการบริหารบริษัทให้เหมาะสมที่สุดและยังกล่าวถึงความขัดแย้ง (Conflict of Interest) ทางผลประโยชน์ระหว่างเจ้าของกับตัวแทนที่นำไปสู่ปัญหาตัวแทน (Agency Problem) ซึ่งเกิดขึ้นเมื่อเจ้าของให้ความไว้วางใจให้อำนาจในการตัดสินใจทางการบริหารงานต่าง ๆ แก่ผู้บริหารและใช้อำนาจที่มีอยู่ในการบริหารงานโดยไม่คำนึงถึงการสร้างมูลค่าให้แก่กิจการมุ่งแต่ผลประโยชน์ส่วนตัว (Self Interest) มากกว่าจึงทำให้เกิดปัญหาตัวแทนขึ้นจึงนำไปสู่การเกิดต้นทุนของตัวแทน (Agency Cost) Freeman และ Reed (1983) ได้ให้ความหมายเจาะจงผู้มีส่วนได้เสีย คือกลุ่มผู้ที่มีความสนใจในการกระทำของบริษัทต่อมา Freeman (1984) ได้ศึกษาเพิ่มเติมในประเด็นดังกล่าวให้ความสำคัญกับบุคคลแต่ละกลุ่มที่ได้รับผลกระทบจากการดำเนินงานของบริษัท โดยกลุ่มที่มีผลกระทบต่อการดำเนินงานของบริษัท ได้แก่ กลุ่มนักลงทุน กลุ่มพนักงาน กลุ่มลูกค้า กลุ่มผู้ขาย รัฐบาล กลุ่มผู้มีความสนใจ และสังคม ถือได้ว่าเป็นผู้ให้ความชัดเจนในเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างผู้มีส่วนได้เสียของบริษัทกับอีกคนหนึ่งซึ่งเรียกว่าแผนที่ Freeman มีการนำแนวคิดและทฤษฎีนี้ไปใช้ในประเด็นที่มีสมมติฐานที่มีความสัมพันธ์ระหว่างผู้มีส่วนได้เสียที่แตกต่างกัน เช่น Deegan and Unerman (2006) นำทฤษฎีของผู้มีส่วนได้เสียมาใช้หาความสัมพันธ์ในเรื่องสิทธิของผู้มีส่วนได้เสีย อำนาจของผู้มีส่วนได้เสียเป็นต้น Fan และ Wong (2002) ได้กล่าวถึงโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวนั้นจะมีผู้ถือหุ้นรายย่อยที่ไม่สามารถคัดค้านหรือโต้แย้งการกระทำของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ได้เนื่องจากระบบกลไกและกฎหมายในการกำกับดูแลที่สร้างขึ้นมาเพื่อปกป้องสิทธิของผู้ถือหุ้นรายย่อยนั้นมีความอ่อนแอและไม่มีประสิทธิผลเท่าที่ควรทำให้มีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานและเกิดความขัดแย้งระหว่างตัวการและตัวแทนจึงจำเป็นต้องลดแรงจูงใจลงอันเนื่องมาจากการที่ผลประโยชน์ไม่สอดคล้องไปในทิศทางเดียวกันโดยการหาโครงสร้างความเป็นเจ้าของที่เหมาะสมกับกิจการเพื่อลดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (Conflict of Interest) โดยโครงสร้างการถือหุ้นในแบบต่าง ๆ ที่ทำให้เกิดปัญหาความขัดแย้งน่าจะเป็นปัจจัยหนึ่งในการกำหนดผลการดำเนินงาน ที่เป็นเท็จดังนั้นเพื่อลดความขัดแย้งในการบริหารงานระหว่างเจ้าของกิจการและผู้บริหารเพื่อก่อให้เกิดผลประโยชน์ที่สอดคล้องกันและเกิดมูลค่าสูงสุดแก่กิจการซึ่งเป็นไปตามที่ ศิลปพร ศรีจันทเพชร (2551) ได้กล่าวไว้ว่าทฤษฎีตัวการและตัวแทนมองว่าเจ้าของกิจการไม่สามารถบริหารงานเพียงผู้เดียวได้จึงทำให้ต้องมีบุคคลที่เข้ามาช่วยในการบริหารงานแทนเจ้าของกิจการ เช่นเดียวกับ กรัณท์รัตน์

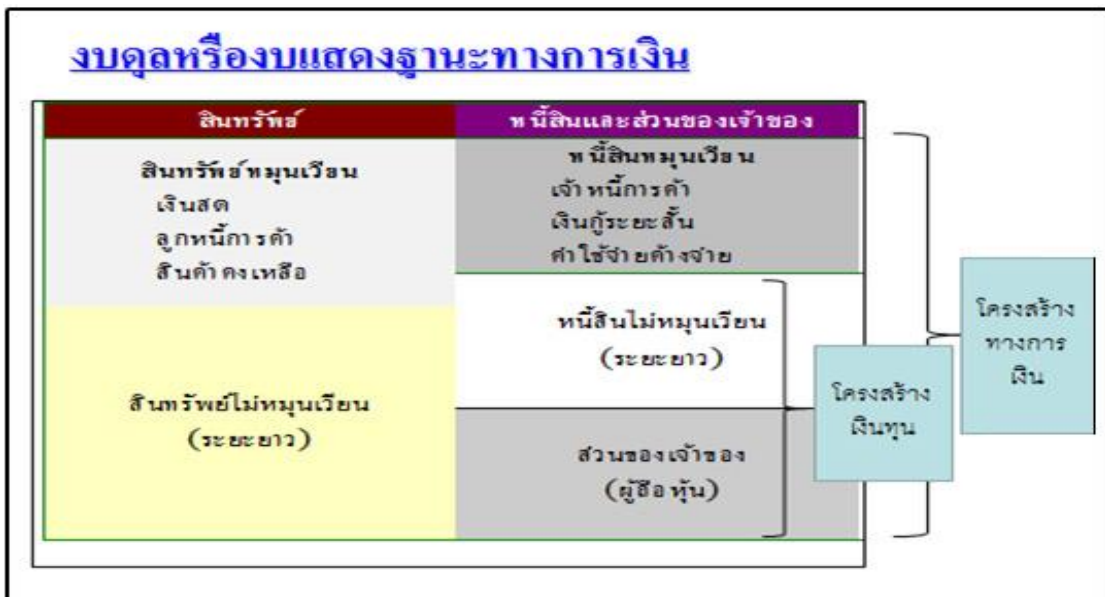
บุญญวัฒน์ และ ศักดา มาฉวนพัฒน์ (2554) และยังสอดคล้องกับคำกล่าวของ ธกานต์ ชาตวิงศ์ (2560) ซึ่งได้กล่าวถึงโครงสร้างการถือหุ้นจะสะท้อนถึงอำนาจการควบคุมภายในของบริษัทซึ่งมีผลกระทบต่อแรงจูงใจของผู้บริหารหรือผู้มีอำนาจควบคุมการจัดทำรายงานทางการเงินที่แตกต่างกัน ผู้บริหารในบริษัทที่ผู้มีอำนาจควบคุมในบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวมักมีแรงจูงใจในการสร้างรายการทางการเงินที่เป็นเท็จ ในขณะที่ผู้บริหารในบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจายตัวมักมีแรงจูงใจในการปรับแต่งตัวเลขทางบัญชีที่น่าเสนอในรายงานทางการเงินซึ่งกระทบต่อคุณภาพของข้อมูลที่แสดงในรายงานทางการเงิน ปัญหาตัวแทน (Agency Problem) เกิดขึ้นจากตัวแทนใช้อำนาจในทางบริหารงานต่าง ๆ ที่ได้รับจากเจ้าของหรือตัวการ โดยคำนึงถึงผลประโยชน์ส่วนตน (Self Interest) มากกว่าการสร้างมูลค่าให้แก่กิจการทำให้เจ้าของได้รับผลตอบแทนมีมูลค่าต่ำกว่าที่ควรจะเป็นจึงนำไปสู่ปัญหาตัวแทน (Fama & Jensen, 1983) จากการศึกษาแนวคิดทฤษฎีตัวแทนและความขัดแย้งระหว่างตัวแทนทำให้ผู้วิจัยสนใจศึกษาในประเด็นของผู้มีส่วนเกี่ยวข้องกับการบริหารกิจการและมีผลกระทบโดยตรงต่อผลการดำเนินงาน ไม่ว่าจะเป็น ตัวการ หรือ ตัวแทนล้วนมีส่วนเกี่ยวข้องกับการบริหารจัดการ (ศิลปภรณ์ ศรีจันทเพชร์, 2551)

**ทฤษฎีการจัดหาตามลำดับ (Packing Order Theory)** ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับ (Packing Order Theory) คือ ทฤษฎีที่มีบทบาทสำคัญเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน มีแนวคิดมาจาก Myers (1984) ที่นำเสนอเกี่ยวกับความสำคัญของการจัดหาแหล่งเงินทุนของกิจการต่าง ๆ ภายใต้อิทธิพลของความแตกต่างของต้นทุนตัวแทน (Cost Agency) และความไม่เท่าเทียมกันข้อมูล (Information Asymmetry) โดยตั้งข้อสังเกตจากการที่ผู้บริหารจะต้องรักษาผลประโยชน์ให้กับผู้ถือหุ้นปัจจุบัน และ จากความเป็นได้ที่ว่าผู้บริหารมีความรอบรู้เกี่ยวกับรายได้และโอกาสในการลงทุนของกิจการมากกว่าผู้ถือหุ้นหรือนักลงทุนภายนอก ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับ มีวัตถุประสงค์ในการศึกษาพฤติกรรมการจัดหาเงินทุน ที่มีการจัดเรียงลำดับขั้นตอนในการจัดหาแหล่งเงินทุน โดยเริ่มจากการใช้แหล่งเงินทุนภายในก่อน คือ เริ่มจากการนำกระแสเงินสดในส่วนของกำไรสะสมของกิจการ แต่ถ้าหากกิจการมีเงินลงทุนจากภายในไม่เพียงพอสำหรับการลงทุน และการดำเนินงานในกิจการกิจการจะเลือกใช้แหล่งเงินทุนจากภายนอก โดยเริ่มจากการระดมทุนด้วยการก่อหนี้สิน เช่น การกู้ยืมเงิน การออกหุ้นบุริมสิทธิ และการออกหุ้นทุนเพื่อเป็นการระดมทุนจากส่วนของเจ้าของเพิ่มเป็นลำดับสุดท้าย เพื่อประโยชน์ในการประหยัดต้นทุนของเงินทุน โดยพิจารณาจากผลตอบแทนที่คาดหวัง (Expected Return) ผู้ถือหุ้นมีความคาดหวังในผลตอบแทนมากกว่าเจ้าหนี้ ทั้งนี้เนื่องจากผู้ถือหุ้นมีความเสี่ยงที่จะไม่ได้รับผลตอบแทน หรือเงินต้นคืนมากกว่าเจ้าหนี้ เพราะเจ้าหนี้มีสิทธิในการเรียกร้องสินทรัพย์ของกิจการก่อนผู้ถือหุ้น (บุศรินทร์ บุรศักดิ์, 2545) ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับนั้น จะมีวัตถุประสงค์ในการศึกษาพฤติกรรมการจัดหาเงินทุนเพื่อประโยชน์สูงสุดของกิจการ ราคาหลักทรัพย์จะลดลงถ้ากิจการระดมทุนด้วยหลักทรัพย์หรือตราสารทุนซึ่งมีความเสี่ยง

มากกว่าการระดมทุนด้วยตราสารหนี้ และการก่อหนี้สิน แต่ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับไม่ได้กล่าวถึงสัดส่วนของโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม ดังนั้นอาจสามารถอธิบายความสัมพันธ์และผลกระทบที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ได้ (ชนาวุธ แสงภาศนิย์, 2541)

**แนวคิดเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน**

โครงสร้างเงินทุน (Capital Structure) คือ แหล่งเงินทุนระยะยาว โดยไม่รวมถึงแหล่งเงินทุนระยะสั้น ซึ่งประกอบไปด้วยเงินลงทุนจากผู้ถือหุ้น หนี้ที่มีระยะยาว หุ้นกู้ หุ้นบุริมสิทธิ และกำไรสะสมจะเห็นว่าโครงสร้างเงินทุนเป็นส่วนหนึ่งของโครงสร้างทางการเงินเพียงแต่ไม่รวมถึงหนี้สินระยะสั้น และเจ้าหนี้การค้า กล่าวคือ โครงสร้างทางการเงินคือหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้นที่แสดงให้เห็นว่าทรัพย์สินของกิจการได้มาจากเงินของตัวเองหรือเงินที่กู้ยืมมาจากภายนอกหรือสถาบันการเงิน ซึ่งมาจากพื้นฐานของทฤษฎีโครงสร้างทางการเงิน (Financial Structure) แหล่งเงินทุนทั้งหมดที่ธุรกิจจัดหามาเพื่อใช้ในการดำเนินกิจการนั้น ประกอบด้วยแหล่งเงินทุนระยะสั้น ได้แก่ เจ้าหนี้การค้าและตัวเงินจ่าย เงินเบิกเกินบัญชีธนาคาร เงินกู้ระยะสั้น และแหล่งเงินทุนระยะยาว ได้แก่ เงินลงทุนจากผู้ถือหุ้น หนี้สินระยะยาว หุ้นบุริมสิทธิ หุ้นกู้และกำไรสะสมของกิจการ



ภาพประกอบ 2 แสดงความสัมพันธ์ของโครงสร้างเงินทุนและโครงสร้างทางการเงิน (แหล่งที่มา My Account)

เงินทุนเป็นปัจจัยเริ่มต้นที่ใช้ในการประกอบธุรกิจ รวมทั้งบริษัทที่ต้องการขยายธุรกิจพัฒนาและเพิ่มโอกาสการเติบโตในอนาคต โดยทั่วไป ธุรกิจต้องมีเงินทุนเพื่อหมุนเวียนและลงทุนในโครงการใหม่ ๆ ในสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนเพื่อสร้างรายได้และการเติบโตในระยะยาวของธุรกิจ ทั้งนี้แหล่งเงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (Equity Financing) เป็นเงินทุนถาวรที่ไม่มีพันธะผูกพันว่าต้องจ่ายผลตอบแทนให้เจ้าของ และไม่มีภาระที่ต้องคืนเงินที่เจ้าของนำมาลงทุน แต่ผู้บริหารต้อง



ตระหนักถึงหน้าที่ในการบริหารงานเพื่อสร้างความมั่งคั่งสูงสุดให้แก่เจ้าของเงินทุน (Maximize Shareholders' Wealth) สำหรับแหล่งเงินทุนจากหนี้สิน (Debt Financing) ธุรกิจมีภาระต้องชำระดอกเบี้ยพร้อมจ่ายเงินต้นคืนเมื่อครบกำหนด แหล่งเงินทุนระยะยาว เป็นแหล่งเงินทุนที่กิจการมีภาระผูกพันระยะยาวต่อเจ้าของเงินทุนแตกต่างกัน ถ้าไม่มีเงินทุนมาพัฒนาสิ่งที่มีอยู่ให้ดีขึ้น อาจทำให้การใช้ทรัพยากรไม่มีประสิทธิภาพหากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ใช้แหล่งเงินลงทุนจากภายนอกบริษัท (แหล่งเงินทุนจากหนี้สิน) มากกว่าการหาแหล่งเงินลงทุนจากภายในบริษัท (แหล่งเงินทุนจากส่วนของเจ้าของ) บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ใช้เงินทุนจากการกู้ยืมหรือทุนของบริษัท โดยมีอัตราส่วน (Debt to Equity) อยู่ในอัตราที่สูงกว่า 1 เท่าตัว แสดงถึงธุรกิจใช้เงินจากการกู้ยืมเพื่อดำเนินกิจการมากกว่าจากส่วนของผู้ถือหุ้น เกิดภาระหนี้สินที่เพิ่มขึ้น โดยบริษัทมีภาระผูกพันที่ต้องชำระคืนดอกเบี้ยทุกงวด โดยไม่คำนึงว่าบริษัทจะมีกำไรหรือขาดทุน ทำให้เกิดความเสี่ยงทางการเงิน (Financial Risk) แต่ถ้าบริษัทใช้เงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้น หากบริษัทประสบภาวะขาดทุนอาจพิจารณาไม่ต้องจ่ายเงินปันผลได้ โดยอธิบายว่าบริษัทที่มีการก่อหนี้สูงไม่สามารถจัดการกับภาวะความผันผวนของอัตราดอกเบี้ยได้ ทำให้บางช่วงต้องแบกรับดอกเบี้ยที่สูงภาระผูกพันทางการเงินสูง ในช่วงเศรษฐกิจตกต่ำภาระของดอกเบี้ยจะส่งผลกระทบต่อความสามารถในการชำระดอกเบี้ย และการดำเนินงานที่แย่ลงโดยสรุป บริษัทที่มีอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นต่ำจะมีผลการดำเนินงานที่ดีกว่าบริษัทที่มีอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสูง (วินัย อังสุโกมุทกุลและคณะ, 2539 อ้างใน ภูมิศาสตร์จะเดชาชัย, 2550, หน้า 14)

**สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่** คือ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่มีผู้ถือหุ้นรายหนึ่งหรือหลายรายที่มีจำนวนหุ้น 5 อันดับแรก และมีสิทธิออกเสียงที่มีสาระสำคัญหรือผู้มีอำนาจควบคุมบริษัท (Controlling Shareholder) ซึ่งเป็นผู้มีอำนาจควบคุมกิจการและมีบทบาทสำคัญในการบริหารและกำหนดนโยบายของบริษัท โดยสัดส่วนการถือหุ้นแบบนี้จึงมีลักษณะที่รวมกันอยู่ระหว่างความเป็นเจ้าของ และอำนาจการควบคุมกิจการตกอยู่กับผู้ถือหุ้นรายใหญ่ซึ่งเป็นกลุ่มครอบครัวที่มีนามสกุลเดียวกัน

**สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน** ความซับซ้อนของโครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบันเนื่องมาจากผู้ถือหุ้นสถาบัน แบ่งออกเป็นกลุ่มได้ 2 ประเภทคือ

กลุ่มที่ 1 เป็นผู้ลงทุนที่มีความรู้ความเข้าใจในเรื่องความเสี่ยงที่เกิดจากการลงทุนเข้าใจในข้อมูลในการลงทุนเป็นอย่างดี

กลุ่มที่ 2 ไม่มีความเข้าใจในกระบวนการการเปลี่ยนแปลงตัวเลขทางการบัญชี ทำให้มีการคาดเดาหรือพยากรณ์ที่ผิดพลาด (Unsophisticated Investors) และในความซับซ้อนอีกประเด็นหนึ่งคือ การที่ผู้ถือหุ้นสถาบันเข้าไปมีส่วนเกี่ยวข้องกับการออกเสียง Pound (1988) ได้กล่าวถึงสัดส่วนการ

ถือหุ้นนักลงทุนสถาบันจะมีความเป็นมืออาชีพมากกว่าผู้ถือที่เป็นบุคคลทั่วไป จะมีประสิทธิภาพมากกว่า อีกทั้งนักลงทุนสถาบันเหล่านั้นอาจจะมีการชักชวน (Lobby) ให้ผู้ถือหุ้นออกเสียงให้

**สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ** คือ ร้อยละของการถือหุ้นของนักลงทุนที่ประกอบไปด้วยบุคคลธรรมดาและนิติบุคคลที่ไม่ได้ใช้สัญชาติไทย เข้าไปถือหุ้นของบริษัท การที่มีผู้ถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติเข้ามาถือหุ้นในบริษัทนั้นสามารถช่วยลดปัญหาความขัดแย้งระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารและสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายอื่น

**สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร** จากทฤษฎี Entrenchment Effect กล่าวว่าไว้ว่าผลกระทบอำนาจของผู้บริหาร หรือสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร และอัตราผลตอบแทนเงินปันผลจะเป็นไปในทิศทางเดียวกัน (Hu & Kumar, 2004; Jo & Pan, 2009; Florackisa, Kanasb & Kostakisc, 2015) กล่าวคือ เมื่ออำนาจของผู้บริหารมากจะมีการจ่ายเงินปันผลมาก หากผู้บริหารมีอำนาจน้อยจะมีการจ่ายเงินปันผลน้อย ซึ่งตรงข้ามกับทฤษฎี Alignment Effect ที่กล่าวว่าเมื่อผู้ถือหุ้นมอบหุ้นให้กับผู้บริหารเพื่อจูงใจให้ผู้บริหารทำงานเพื่อบริษัทโดยมีเป้าหมายในการทำงานเช่นเดียวกับผู้ถือหุ้น อำนาจของผู้บริหารดังกล่าวข้างต้นนั้นสามารถวัดได้จากตัวบ่งชี้หลายด้าน เช่น จำนวนหุ้นที่ผู้บริหารถือหุ้นในบริษัท (ปริมาณการถือหุ้นของผู้บริหารเป็นตัวบ่งชี้ถึงควมมีอำนาจในการกำหนดผลตอบแทนของผู้บริหาร ซึ่งหมายถึงผู้บริหารมีอำนาจในบริษัท) (Hu & Kumar, 2004) ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารและการจ่ายเงินปันผลที่เป็นไปในทิศทางเดียวกัน (Schooley & Barney, 1994 และ Hu & Kumar, 2004)

แนวคิดที่ว่า อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลมากขึ้นทำให้ผู้บริหารที่เป็นผู้ถือหุ้นได้รับประโยชน์จากการจ่ายเงินปันผลทั้งในรูปของเงินสดปันผลและ ราคาหุ้นที่สูงขึ้น (Denis, 2001 และ Gillan, 2006) ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎี Information Signal ที่ว่าการจ่ายเงินปันผลเป็นการส่งสัญญาณจากผู้บริหารให้ทราบว่าในอนาคตบริษัทจะมีความสามารถในการทำกำไรสูงขึ้น จึงทำให้ราคาหุ้นสูงขึ้นตามไปด้วย (Brigham & Houston, 2001/2544 และ เสกศักดิ์ จำริญวงศ์, 2552) นอกจากนั้นผู้บริหารมองว่าการจ่ายเงินปันผลยังเป็นการรักษาความมั่นคง และความปลอดภัยในตำแหน่ง หน้าที่การงาน และเป้าหมายหรือผลประโยชน์ที่ตนเองต้องการ รวมถึงป้องกันการถูกตรวจสอบจากบุคคลภายนอกตามกฎหมาย (Schooley & Barney, 1994 และ Hu & Kumar, 2004) อีกทั้งยังทำให้สามารถหาแหล่งเงินทุนจากภายนอกได้ทั้งเงินกู้และเงินทุน (Hu & Kumar, 2004)

### **แนวคิดเกี่ยวกับกระแสเงินสด**

มาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 7 (ปรับปรุง 2561) เงินสด ประกอบด้วย เงินสดในมือและเงินฝากธนาคารที่ต้องจ่ายคืนเมื่อทวงถามรายการเทียบเท่าเงินสด หมายถึง เงินลงทุนระยะสั้นที่มีสภาพคล่องสูงซึ่งพร้อมที่จะเปลี่ยนเป็นเงินสดในจำนวนที่ทราบได้ และมีความเสี่ยงที่ไม่มีนัยสำคัญต่อ

การเปลี่ยนแปลงในมูลค่ากระแสเงินสด หมายถึง การเข้าและออกของเงินสดการดำเนินงาน หมายถึง กิจกรรมหลักที่ก่อให้เกิดรายได้ของกิจการ และกิจกรรมอื่นที่มีใช้การลงทุนหรือการจัดหาเงิน การลงทุน หมายถึง การได้มาและจำหน่ายสินทรัพย์ระยะยาวและเงินลงทุนอื่น ซึ่งไม่รวมอยู่ในรายการเทียบเท่าเงินสดกิจกรรมจัดหาเงิน หมายถึงกิจกรรมที่มีผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในขนาดและองค์ประกอบของส่วนของผู้ถือหุ้นและส่วนของการกู้ยืมของกิจการ โดยรายละเอียดเกี่ยวกับงบกระแสเงินสดที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาความสัมพันธ์และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากการลงทุน กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน ที่มีต่อมูลค่าหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียน มีดังนี้

**วัตถุประสงค์ของงบกระแสเงินสด** ตามมาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 7 (ปรับปรุง 2561) เรื่องงบกระแสเงินสด คือ เพื่อเป็นการให้ข้อมูลเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงในอดีตของเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดของกิจการ ผ่านทางงบกระแสเงินสดซึ่งจำแนกกระแสเงินสดในระหว่างงวดเป็นเงินสดจากการดำเนินงาน การลงทุน และการจัดหาเงิน

#### **ประโยชน์ของข้อมูลกระแสเงินสด**

1. งบกระแสเงินสดเมื่อใช้ประกอบกับส่วนประกอบอื่นของงบการเงินจะ ให้ข้อมูลที่ทำให้ผู้ใช้งบการเงินสามารถประเมินการเปลี่ยนแปลงในสินทรัพย์สุทธิของกิจการ โครงสร้างทางการเงินของกิจการ (ซึ่งรวมถึงสภาพคล่องและความสามารถในการชำระหนี้) และความสามารถของกิจการในการจัดการเกี่ยวกับจำนวนเงิน และระยะเวลาของกระแสเงินสด เพื่อปรับให้เข้ากับการเปลี่ยนแปลงของสถานการณ์และโอกาสข้อมูลเกี่ยวกับกระแสเงินสดให้ประโยชน์ในการประเมินความสามารถของกิจการในการก่อให้เกิดเงินสดหรือรายการเทียบเท่าเงินสดหรือรายการเทียบเท่าเงินสด และทำให้ผู้ใช้งบการเงินสามารถนำไปสร้างแบบจำลองเพื่อประเมินและเปรียบเทียบมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดในอนาคตของกิจการที่ต่างกัน รวมทั้งช่วยเพิ่มความสามารถในการเปรียบเทียบกันได้ของผลการดำเนินงานที่นำเสนอ โดยกิจการที่แตกต่างกันได้เนื่องจากได้ตัดผลกระทบที่เกิดจากการใช้วิธีปฏิบัติทางบัญชีที่แตกต่างกันสำหรับรายการและเหตุการณ์ที่เหมือนกันออกไปแล้ว

2. ข้อมูลในอดีตของกระแสเงินสด มักใช้เป็นตัวบ่งชี้ ถึงจำนวนเงิน ระยะเวลา และความแน่นอนของกระแสเงินสดในอนาคต นอกจากนี้ ยังเป็นประโยชน์ในการตรวจสอบความถูกต้องของการประเมินกระแสเงินสดในอนาคตที่ได้จัดทำในอดีต และใช้ตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไร และกระแสเงินสดสุทธิ และผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงในระดับราคา (สภาวิชาชีพบัญชีในพระบรมราชูปถัมภ์, 2558)

**การนำเสนองบกระแสเงินสด** กิจการต้องนำเสนอกระแสเงินสดจำแนกตามประเภท เพื่อที่จะให้ข้อมูลที่ทำให้ผู้ใช้งบการเงินสามารถประเมินผลกระทบของประเภทที่มีต่อฐานะการเงิน

ของกิจการ และจำนวนกระแสเงินสดของกิจการได้ ข้อมูลนี้ยังอาจใช้เพื่อประเมินความสัมพันธ์โดยกระแสเงินสดของกิจการสามารถจำแนกตามประเภทได้ 3 ประเภท คือ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน กระแสเงินสดจากการลงทุน และกระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน โดยมี รายละเอียดดังนี้

**กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน** แสดงถึงความสามารถในการดำเนินงานของกิจการในการก่อให้เกิดกระแสเงินสดที่เพียงพอเพื่อจ่ายชำระเงินกู้ยืม เพื่อการดำเนินงานของกิจการจะเป็นตัวบ่งชี้ถึงความสามารถเพื่อจ่ายเงินปันผล เพื่อการลงทุนใหม่ ๆ โดยไม่ต้องพึ่งพาการจัดหาเงินจากแหล่งเงินภายนอก กระแสเงินสดจากการดำเนินงานจะเกิดจากกิจกรรมหลักที่ก่อให้เกิดรายได้ของกิจการ

**กระแสเงินสดจากการลงทุน** แสดงให้เห็นรายจ่ายที่จ่ายไปเพื่อให้ได้มาซึ่งทรัพย์สินต่าง ๆ เช่น ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ สินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตนและสินทรัพย์ระยะยาวอื่น รายจ่ายดังกล่าวให้รวมถึงเงินสดจ่ายที่เป็นต้นทุนในการพัฒนาสินทรัพย์ และเงินสดจ่ายที่เกี่ยวข้องกับที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ที่กิจการสร้างขึ้นเองเงินสดรับจากการขายที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ สินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตนและสินทรัพย์ระยะยาวอื่น

**กระแสเงินสดจากจัดหาเงิน** หมายถึง กระแสเงินสดที่เกิดจากการก่อหนี้สินทั้งระยะสั้นและระยะยาว ที่มีผลทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในขนาดและองค์ประกอบของส่วนของผู้ถือหุ้นและส่วนของการกู้ยืมของกิจการ เช่น การออกหุ้นเพิ่มทุน การออกหุ้นแปลงสภาพ การกู้ยืมเงิน

### **แนวคิดเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์**

**อัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์** ถือเป็นแรงจูงใจที่สำคัญในการลงทุนของนักลงทุน ซึ่งผลตอบแทนนี้แสดงถึงความมั่งคั่งที่เกิดขึ้นจากการลงทุน ทำให้ผลตอบแทนจากการลงทุนมีความเกี่ยวข้องกับการเปลี่ยนแปลงของความมั่งคั่งที่เกิดขึ้นจากการลงทุน การเปลี่ยนแปลงจะเกิดจากกระแสเงินสดรับที่เพิ่มขึ้น เช่น เงินปันผล หรืออาจเกิดจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ อย่างไรก็ตามในการลงทุนผู้ลงทุนต้องระลึกเสมอว่าผลตอบแทนจากการลงทุนที่เกิดขึ้นนั้นเป็นสิ่งที่เกิดขึ้นได้ในอนาคต จึงมีโอกาสที่จะเกิดความไม่แน่นอนต่างๆ ที่จะส่งผลกระทบต่อการได้รับผลตอบแทนของผู้ลงทุน ความไม่แน่นอนดังกล่าวมักจะถูกเรียกว่า ความเสี่ยง (Risk) และการลงทุนในตลาดทุน ผู้ลงทุนต้องการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนที่สูงที่สุดบนระดับความเสี่ยงที่ผู้ลงทุนสามารถยอมรับได้ ซึ่งในทางปฏิบัติผู้ลงทุนจะนำอัตราผลตอบแทนที่คำนวณได้ปรับด้วยระดับความเสี่ยงไปใช้ในการเลือกคู่ทางในการลงทุน โดยผู้ลงทุนจะเลือกการลงทุนที่สร้างผลตอบแทนสูงที่สุดบนระดับความเสี่ยงที่เท่ากัน หรือหากเป็นทางเลือกการลงทุนที่มีผลตอบแทนที่เท่ากัน ผู้ลงทุนจะเลือกทางเลือกการลงทุนที่มีความเสี่ยงต่ำที่สุด ดังนั้นการลงทุนในหลักทรัพย์

แต่ละตัวผู้ลงทุนจึงควรคำนึงถึงอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงควบคู่กันไปในการพิจารณาตัดสินใจลงทุน(ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2558)

ผลตอบแทนหลักทรัพย์เป็นสิ่งที่นักลงทุนต้องการและก่อนที่นักลงทุนจะตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ใด นักลงทุนต้องทำการศึกษาและรวบรวมข้อมูลที่เกี่ยวข้องมาพิจารณาประกอบการตัดสินใจลงทุนเพื่อให้ได้ผลตอบแทนหลักทรัพย์ตามที่คาดหวังและต้องการ ซึ่งข้อมูลที่นักลงทุนนำมาประกอบการตัดสินใจจะเป็นข้อมูลทางบัญชีที่ปรากฏอยู่ในงบการเงิน เช่น งบแสดงฐานะการเงิน ซึ่งประกอบด้วยรายการสินทรัพย์ หนี้สิน ส่วนของผู้ถือหุ้น งบกำไรขาดทุน ซึ่งประกอบด้วยรายการรายได้ ค่าใช้จ่ายกำไร และงบกระแสเงินสด ซึ่งประกอบด้วยกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน กระแสเงินสดจากการลงทุน กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินเป็นต้น ข้อมูลทางบัญชีนี้มีนักวิจัยหลายท่านทำการศึกษาและผลการศึกษาพบว่ามีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ ดังนั้นข้อมูลทางบัญชีที่ปรากฏอยู่ในตลาดทุนเป็นข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณชนมีความสำคัญและเป็นปัจจัยหนึ่งที่นักลงทุนนำไปใช้ประกอบการตัดสินใจ เพื่อให้ผลตอบแทนตามที่คาดหวังสรุปความหมายและแนวคิดอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ ดังตาราง 2.1

ตาราง 2.1 แสดงความหมายของอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์

หลักทรัพย์นักวิจัยและนักวิชาการ	ความหมายของอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์
Ross, Westerfield & Jaffe (1999)	ผลรวมของข้อมูลผลตอบแทนในรูปของร้อยละจากจำนวนเงินลงทุนซึ่งประกอบด้วยเงินปันผลและราคาหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนแปลง
Abdoli & Royae (2012)	ผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ซึ่งมี 2 ส่วนคือกระแสเงินสดหรือรายได้ในรูปของเงินปันผลหรือดอกเบี้ย และกำไร (ขาดทุน)จากการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์
ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2545)	ผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริง (Realized Return) และผลตอบแทนที่คาดหวัง (Expected Return) ผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงเป็นผลตอบแทนที่เกิดขึ้นหลังความเป็นจริงได้เกิดขึ้น หรือได้รับผลตอบแทนนั้นแล้ว ส่วนผลตอบแทนที่คาดหวังคือผลตอบแทนที่นักลงทุนคาดว่าจะได้รับในอนาคต ซึ่งอาจจะเป็นผลตอบแทนที่มีขึ้นก่อนความจริงจะเกิดขึ้น ได้แก่ดอกเบี้ย (Interest) เงินปันผล (Dividend) และกำไรจากการที่ราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้น (Capital Gain) หรือลดลง (Capital Loss) ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับประเภทของหลักทรัพย์ที่ถืออยู่

ตาราง 2.1 (ต่อ)

หลักทรัพย์นักวิจัยและนักวิชาการ	ความหมายของอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์
จรัญ สัจจ์แก้ว	อัตราผลตอบแทนเงินปันผล (Dividend yield) และอัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง (Capital Gain loss)
อภิชาติ พงศ์สุพัฒน์ (2550)	ผลตอบแทนจากการถือหลักทรัพย์ในช่วงระยะเวลาหนึ่ง คือเงินสดที่ได้รับจากความเป็นเจ้าของ (เช่น เงินปันผล ดอกเบี้ย) บวกด้วยการเปลี่ยนแปลงของราคาตลาด

อัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ (Security Returns) ประกอบด้วย อัตราเงินปันผลตอบแทน อัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง และอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น

## งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

### งานวิจัยในประเทศ

#### 1. งานวิจัยเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน

##### 1.1 สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่

ปราณชลี สมภพ โภคาเศรษฐ์ (2559) ศึกษาโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการบริษัท กับนโยบายการจ่ายปันผลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET 100) ปี 2554-2558 จำนวน 78 บริษัท พบว่าโครงสร้างพื้นฐานของบริษัทในประเทศไทยมีสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่อยู่ในระดับที่สูง โดยวัดจากสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับและสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อย มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราเงินปันผลตอบแทนคือบริษัทที่มีการกระจุกตัวสูงมากเท่าใด ก็จะทำให้อัตราเงินปันผลตอบแทนอยู่ในระดับที่สูง เนื่องจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีสัดส่วนในการถือครองหุ้นในระดับที่สูง จึงต้องการส่วนแบ่งจากการลงทุนที่สูงเช่นเดียวกัน นอกจากนี้ยังพบว่า ขนาดของกิจการ มีความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตราเงินปันผลตอบแทน อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ และ อัตราการจ่ายเงินปันผลในอดีต ก็เป็นปัจจัยที่ส่งผลต่อเงินปันผลตอบแทนเช่นกัน

##### 1.2 สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นสถาบัน

รณชัย ชูประสูตร (2556) ศึกษาผลกระทบของผู้ถือหุ้นสถาบันต่อ โครงสร้างเงินทุน นโยบายเงินปันผลจ่าย และการถือหุ้นของผู้บริหารและกรรมการบริษัทของบริษัท จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยช่วงปี 2553 – 2555 จำนวน 4,176 ตัวอย่าง ซึ่ง พบว่า ผู้ถือหุ้นประเภทสถาบันส่งผลกระทบต่อทางเลือกถือหุ้นของผู้บริหารและกรรมการบริษัทในทิศทางลบแต่ผลกระทบนี้กลับไม่ส่งผลต่อนโยบายการก่อกำหนดนโยบายเงินปันผลจ่ายของบริษัท นั่น

แสดงให้เห็นว่า ผู้ลงทุนสถาบันมีส่วนช่วยในเรื่องการตรวจสอบติดตามบริษัทและทำหน้าที่ในฐานะเป็นตัวยับยั้งพฤติกรรมฉกฉวยโอกาสของผู้บริหาร แต่ผลไม่สนับสนุนแนวคิดที่ว่าผู้บริหารมองนักลงทุนประเภทนี้เป็นตัวทดแทนการใช้หนี้สินและเงินปันผลในการลดปัญหาตัวแทน นอกจากนี้ยังพบหลักฐานของอิทธิพลการตรวจสอบติดตามที่ทดแทนกันระหว่างก่อนหนี้กับเงินปันผลจ่ายแต่ไม่พบว่าทั้งสองปัจจัยนี้สัมพันธ์หรือส่งผลต่อการถือหุ้นของผู้บริหารและกรรมการบริษัท

### 1.3 สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นต่างชาติ

ประภาพร ณ นครค์ (2549) ศึกษา ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นในบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับความสามารถในการทำกำไรทางบัญชี โดยมีจำนวนกลุ่มตัวอย่าง 210 บริษัท ผลการศึกษาพบว่า สัดส่วนของการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นต่างชาติมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ และการที่มีสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นต่างชาติเข้ามาถือหุ้นในบริษัทนั้นช่วยลดปัญหาความขัดแย้งระหว่างผู้บริหารกับถือหุ้นรายอื่นยังอาจช่วยถ่ายเทเทคโนโลยีจากต่างประเทศและยังช่วยขยายฐานลูกค้าอีกด้วย

### 1.4 สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นผู้บริหาร

นาริรัตน์ อิศวชนาลาภ (2558) ศึกษาสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารกับการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปี 2551-2557 โดยมีจำนวนกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 1,148 ชุดข้อมูลพบว่า เมื่อผู้บริหารถือหุ้นในสัดส่วนที่น้อยกว่าร้อยละ 20 สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผล สำหรับอัตราส่วนตอบแทนของสินทรัพย์รวม อัตราการเติบโตในอนาคต และอัตราส่วนการลงทุนที่สูงขึ้น จะส่งผลให้บริษัทจ่ายเงินปันสูงขึ้น การที่อัตราส่วนเงินสดคงเหลือเพิ่มขึ้น จะส่งผลให้อัตราการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น แต่เมื่อกิจการใหญ่ขึ้น อัตราการจ่ายเงินปันผลจะน้อยลง ในขณะที่อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์และอัตราการเติบโตของยอดขายในอดีตไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผล งานวิจัยยังได้วิเคราะห์ความอ่อนไหวของตัวแปร พบว่า กระแสเงินสดของกิจการเป็นตัวแปรที่สำคัญมากที่สุดที่ส่งผลกระทบต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลในประเทศไทย เนื่องจากไม่มีการควบคุมอัตราส่วนเงินสดคงเหลือ ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารน้อยกว่าร้อยละ 20 กับอัตราการจ่ายเงินปันผลเปลี่ยนจากความสัมพันธ์ที่ไม่มีความสัมพันธ์เป็นความสัมพันธ์เชิงลบเป็นไปตามที่พยากรณ์ไว้ เพราะการจ่ายเงินปันผลส่วนใหญ่เป็นการจ่ายเงินสด จึงทำให้ปัจจัยกระแสเงินสดเป็นปัจจัยที่มีความสำคัญมากในการพิจารณาจ่ายเงินปันผล

นอกจากนี้ยังมีงานวิจัยจาก สุภาวดี วงศ์ใหญ่, เนตรดาว ชัยเขต และ ดวงกมล นีรพัฒน์กุล (2560) ศึกษา ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าบริษัทของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในปี พ.ศ. 2554-2558 จำนวน 362 บริษัท จำนวนข้อมูล 1,810 ข้อมูล โดยใช้อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้นและมูลค่าบริษัท Tobin's Q (Chung and

Pruitt, 1994) มีขนาดของบริษัท ความสามารถในการทำกำไร สินทรัพย์ที่มีตัวตน และโอกาสในการเติบโต เป็นตัวแปรควบคุม ผลการศึกษาพบว่า หุ้นในโครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่าบริษัท แสดงให้เห็นว่าหากบริษัทมีโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินสูงจะมีมูลค่าบริษัทต่ำ และพบความสัมพันธ์เชิงลบในกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มทรัพยากร และกลุ่มบริการ โดยที่ความสามารถในการทำกำไร และสินทรัพย์ที่มีตัวตนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าบริษัท (Tobin's Q) ในส่วนของขนาดของบริษัท โอกาสในการเติบโตของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่าบริษัท (Tobin's Q)

## 2. งานวิจัยเกี่ยวกับกระแสเงินสด

### 2.1 งานวิจัยเกี่ยวกับกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน

วิลลิสัน วังส์แก้ว (2555) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากการดำเนินงานและราคาหลักทรัพย์ ผลการศึกษาพบว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์และให้ข้อมูลที่คุณค่าได้ดีกว่ารายการคงค้าง แต่ผลการวิจัยดังกล่าวแสดงผลที่ขัดแย้งกับงานวิจัยจำนวน 100 บริษัทระหว่างปี 1992-2002 ของตลาดหุ้นจากรัฐแคลิฟอร์เนีย ผลการศึกษาพบว่า เงินสดจากการดำเนินงานไม่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์

ปาริชาติ ประจักษ์สุต (2555) การศึกษาครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของกำไรสุทธิ มูลค่าตามบัญชีและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานที่มีต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียน ในกลุ่ม SET100 และเพื่อเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET100 ตามกลุ่มอุตสาหกรรม โดยใช้ข้อมูลจากงบการเงินเฉพาะกิจการ และราคาปิดรายวันของ หลักทรัพย์ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100 ตั้งแต่ปี 2551 - 2553 จำนวน 56 บริษัท สถิติที่ใช้ในการทดสอบได้แก่ การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) และการวิเคราะห์ความแปรปรวน (Analysis of Variance) กำหนดให้ระดับความมีนัยสำคัญ ( $\alpha$ ) ของการทดสอบเท่ากับ 0.05 จากการศึกษาพบว่าอัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อรายได้มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ในขณะที่อัตราส่วนความเป็นเจ้าของ และอัตรากำไรสุทธิไม่มี ความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ และอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ไม่มีความ แตกต่างกันตามกลุ่มอุตสาหกรรม

เพ็ญนิภา พรหม โคตร. (2561) การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ และผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในช่วงปีพ.ศ. 2554 – 2559 ผลการศึกษาพบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลการดำเนินงานในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่ไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต



## 2.2 งานวิจัยเกี่ยวกับกระแสเงินสดจากการลงทุน

ธวัชชัย วรสุนทร (2558) การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดจากการลงทุนกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์โดยกลุ่ม ตัวอย่างที่ใช้คือบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100 ระหว่างปีพ.ศ. 2551-2555 รวม 5 ปี และใช้แบบจำลองของ Wang (2010) ในการคำนวณหากระแสเงินสดอิสระการวิเคราะห์ข้อมูลใช้การถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) แบบภาคตัดขวาง (Cross Sectional Data) เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของกระแส เงินสดจากการลงทุนกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากการลงทุนกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ พบว่ากระแสเงินสดการลงทุน มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 นอกจากนี้ยังพบความสัมพันธ์ในเชิงบวก ระหว่างความเสี่ยงจากมูลค่าตลาดกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ในตัวแปรควบคุมอีกด้วย ผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่า นักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100 พิจารณาว่าการมีกระแส เงินสดการลงทุนที่มากอาจเกิดผลในทางลบต่อผลการดำเนินงานของกิจการและผลตอบแทนจากหลักทรัพย์

เพ็ญนิภา พรหมโคตร. (2561) การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ และผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในช่วงปีพ.ศ. 2554 – 2559 ผลการศึกษาพบว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน (CFI) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลตอบแทนหลัก ทรัพย์ในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ แต่ไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคต

## 2.3 งานวิจัยเกี่ยวกับกระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน

เพ็ญนิภา พรหมโคตร. (2561) การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ และผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในช่วงปีพ.ศ. 2554 – 2559 ผลการศึกษาพบว่า กระแสเงินสด จากกิจกรรมจัดหาเงิน (CFF) มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ แต่ไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคตส่วนกระแสเงินสดสุทธิ(NCF) นั้น พบว่ามีความสัมพันธ์ เชิงบวกกับผลการดำเนินงานในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ

อุษณี วรพันธ์พิทักษ์ (2549) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและกำไร ที่มีต่อราคาและผลตอบแทนหลักทรัพย์ กลุ่มตัวอย่างคือบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปี พ.ศ. 2545-2548 ทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้น กลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์ กลุ่มธนาคาร กลุ่มประกันชีวิตและประกันภัย กลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ กองทุน กลุ่มบริษัทที่อยู่ในระหว่างฟื้นฟูกิจการ วิธีการศึกษาใช้วิธีวิเคราะห์ความถดถอยเชิงเดี่ยวและเชิงพหุคูณ ทั้งแบบรวมและแบบแยกรายปี แบ่งเป็นการวิเคราะห์เชิงพรรณนาและการวิเคราะห์เชิงอนุมาน ผลการวิจัยพบว่า (1)

กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กิจกรรมลงทุน กิจกรรมจัดหาเงิน กระแสเงินสดตลอดภาวะ  
 กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษี กำไร  
 ก่อนรายการพิเศษ และกำไรสุทธิมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ โดยตัววัดผลการดำเนินงาน  
 กำไรสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่า ตัววัดผลการดำเนินงานกระแสเงินสด  
 (2) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กิจกรรมลงทุน กิจกรรมจัดหาเงิน กระแสเงินสดตลอด  
 ภาวะ และกำไรสุทธิมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ โดยตัววัดผลการดำเนินงานกระแส  
 เงินสดสามารถอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้ดีกว่า ตัววัดผลการดำเนินงานกำไร

นอกจากนี้ยังมีงานวิจัยของ อภิศักดิ์ เกียรติสุคนธ์, สายทิพย์ จะโนภาย, ดวงฤทัย ณ  
 นครพนม และ นิภาภัทร แสนอุบล (2560) ศึกษาทิศทางของกระแสเงินสดที่มีต่อมูลค่าตามราคา  
 ตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET50 ผลการศึกษาพบว่า  
 ทิศทางของกระแสเงินสด ด้านกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์และผลกระทบ  
 ต่อมูลค่าตามราคาตลาด ส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหา กระแสเงินสดจากการลงทุนและ  
 กระแสเงินสดสุทธิไม่มีความสัมพันธ์และผลกระทบต่อมูลค่าตามราคาตลาด

### 3. งานวิจัยเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์

รุจิรา ชินสุข (2553) ศึกษาการวิเคราะห์โครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม  
 อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 29 บริษัท ข้อมูลที่ใช้ปี  
 2539-2552 โดยใช้อัตราส่วนทางการเงิน กระแสเงินสด และ ขนาดของบริษัท พบว่า 1) โครงสร้าง  
 เงินทุน จะประกอบด้วยหนี้สินและทุน โดยสัดส่วนการใช้หนี้สินในการจัดหาเงินทุนของบริษัท  
 ขนาดใหญ่มีมากกว่าขนาดกลางและขนาดเล็ก 2) การใช้หนี้สินของบริษัทจดทะเบียนมีแนวโน้ม  
 เพิ่มขึ้นในปี 2540-2544 และลดลงในปี 2545-2548 จากนั้นมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอีกในปี 2549-2552  
 และ 3) ปัจจัยที่สำคัญที่มีผลต่อการจัดโครงสร้างเงินทุน คืออัตราดอกเบี้ยเงินกู้ธนาคารพาณิชย์ ขนาด  
 ของกิจการ และกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน โดยสองปัจจัยแรกมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับ  
 การเปลี่ยนแปลงสัดส่วนหนี้สิน ส่วนปัจจัยแรกกิจกรรมการลงทุนมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับการ  
 เปลี่ยนแปลงหนี้สิน

อุไรวรรณ ตั้งสัมพันธ์ (2552) พบว่าความสัมพันธ์ของประสิทธิภาพในการทำกำไร  
 สภาพคล่อง มีทิศทางเป็นลบ ขนาดของกิจการมีทิศทางเป็นบวก แสดงว่า กิจการทำกำไรได้มาก  
 จะใช้เงินทุนจากแหล่งหนี้สินน้อยลงโดยเงินทุนภายใน (กำไรสะสม) มีมากพอที่ใช้ลงทุนในกิจการ  
 ทำให้กิจการเลือกใช้แหล่งเงินทุนจากภายในก่อนและสอดคล้องกับงานวิจัย บวรวิช สายชลพิทักษ์  
 (2554) บริษัทที่มีประสิทธิภาพในการทำกำไรสูง อัตราส่วนหนี้สินมีแนวโน้มต่ำลง บริษัทจะใช้  
 เงินทุนจากแหล่งภายในก่อน คือ กำไรสะสม และขนาดของบริษัท กล่าวคือ บริษัทขนาดใหญ่มี  
 โอกาสเข้าถึงแหล่งเงินกู้ได้มากกว่าบริษัทขนาดเล็ก อัตราส่วนหนี้สินมีสัดส่วนสูงขึ้นสภาพคล่อง

บริษัทมีสภาพคล่องดีไม่มีความจำเป็นที่ต้องหาเงินทุนจากภายนอกสภาพคล่องมีสัดส่วนสูง มีแนวโน้มว่าอัตราส่วนหนี้สินของบริษัทมีสัดส่วนต่ำ

ไพสิฐ โกวิทยามงคล (2553) ศึกษาความสัมพันธ์อัตราส่วน โครงสร้างเงินทุนที่ใช้ผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยรวบรวมข้อมูล หลักทรัพย์ที่อยู่ใน SET50 ปี พ.ศ. 2550 ผลการศึกษาพบว่า อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อหุ้นที่มีต่ออัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล และ อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิต่อหุ้นที่มีต่อผลตอบแทนในตลาดหลักทรัพย์ทั้ง 3 รูปแบบ ได้แก่ อัตราผลตอบแทนรวม อัตราผลตอบแทนจากการขายหลักทรัพย์ และอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลส่วนอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นและส่วนอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตาม บัญชี ที่มีต่ออัตราผลตอบแทนในตลาดหลักทรัพย์

กนกศักดิ์ สุขวัฒนาสินิทธิ (2556) ศึกษาความสัมพันธ์ผลกระทบอัตราส่วนทางการเงินที่มีต่อผลตอบแทนที่คาดหวังของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET100) ผลการวิจัยพบว่าในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่ม อุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน และกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม อัตราส่วนทางการเงินทั้ง 20 อัตราส่วน มีเพียงอัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีที่มีต่ออัตราผลตอบแทนที่คาดหวังมากที่สุด สอดคล้องกับงานวิจัยของ กฤตยชญ์ ศรีสุข (2556) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุน โดยใช้อัตราส่วนทางการเงินกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในดัชนี SET 50 พบว่าอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ และอัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชีที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์

นันทภา กุลสัมพันธ์โกศล (2556) ได้ศึกษาการโครงสร้างเงินทุนโดยใช้อัตราส่วนทางการเงินในการเลือกสินทรัพย์ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยประยุกต์ใช้กับกลยุทธ์การลงทุน Magic formula พบว่าอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (total asset turnover), อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (debt to equity), อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE), อัตรากำไรสุทธิ (net profit margin) และอัตราส่วนทุนหมุนเวียน (current ratio) สามารถใช้เป็นเกณฑ์พิจารณาเลือกลงทุนในตราสารในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้อย่างมีนัยสำคัญ

วิฒพร ไม้วัฒนา (2553) ที่ได้ศึกษาวิเคราะห์ผลกระทบโครงสร้างเงินทุนของการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย ที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมเงินลงทุนและหลักทรัพย์ โดยศึกษาจากราคาซื้อขายหุ้นจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ช่วงปี พ.ศ. 2548-2553 พบว่า อัตราส่วนทั้งสาม (ROA ROE และ D/E Ratio) ไม่มีต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ ซึ่งอาจเป็นเพราะลักษณะธุรกิจของกลุ่มอุตสาหกรรมการเงินและหลักทรัพย์ที่ต้องอาศัยหนี้สินในการ

ดำเนินกิจการข้อมูลจากกลุ่มตัวอย่างที่ได้ไม่สามารถนำไปใช้เป็นตัวแทนของประชากรได้และสอดคล้องกับงานวิจัย วราลี ทองพุ่มพุกษา (2553) ที่ศึกษาถึงผลกระทบโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ซึ่งส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงินทุนละหลักทรัพย์ หมวดธนาคาร จำนวน 11 บริษัท ในช่วงปี พ.ศ. 2548 ถึง พ.ศ. 2552 รวมจำนวนตัวอย่างทั้งสิ้น 55 ตัวอย่าง ผลการวิจัยพบว่ามีความสอดคล้องกับงานวิจัยของวิวัฒน์ ไม้วัฒนา (2553) ที่ได้ศึกษาในกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกัน คือ โครงสร้างเงินทุนไม่มีต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์

#### งานวิจัยต่างประเทศ

Mancinelli and Ozkan (2006) ที่ศึกษาสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นของบริษัทในประเทศอิตาลี พบว่าโครงสร้างผู้ถือหุ้นของบริษัทกว่า 60% ในอิตาลีมีโครงสร้างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่แบบกระจุกตัว ถูกควบคุมโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ จะมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับอัตราการจ่ายเงินปันผล ผู้ถือหุ้นรายใหญ่มักจะพึงพอใจกับการรักษาผลประโยชน์เพื่อตนเองมากกว่าการกระจายผลประโยชน์ให้กับผู้ถือหุ้นรายย่อย โดย Khan (2006) ยังกล่าวอีกว่า เมื่อบริษัทมีโครงสร้างแบบกระจุกตัว อำนาจการบริหารงานจึงอยู่กับผู้ถือหุ้นรายใหญ่

Abdelsalam et al. (2008) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และนโยบายอัตราผลตอบแทนเงินปันผล ในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อียิปต์ 50 บริษัท ในช่วงระหว่างปี 2003-2005 พบว่า มีสัดส่วนการถือหุ้นที่หลากหลาย จะมีความเกี่ยวข้องกับวงรอบครัว สถาบันการเงิน แต่ส่วนมากจะเป็นรัฐวิสาหกิจ ก่อนที่จะปรับสัดส่วนการถือหุ้นและเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เป็นบริษัทมหาชน สอดคล้องกับ Chen et al. (2005) ที่ทำการศึกษาสัดส่วนของผู้ถือหุ้นกับการจ่ายเงินปันผล โดยพบความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทครอบครัวในฮ่องกงกับอัตราผลตอบแทนจ่ายเงินปันผลกล่าวคือบริษัท สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่แบบครอบครัวในอัตราที่สูงกว่า

Charfeddine & Elmarzougui. (2010) ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผู้ถือหุ้นสถาบันและผลการดำเนินงานของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ประเทศฝรั่งเศส ผลปรากฏว่ามีผลกระทบทางลบอย่างมีนัยสำคัญ

Ting. (2013) ทำการศึกษาผู้ถือหุ้นสถาบัน และผู้ถือหุ้นภายในบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ประเทศไต้หวัน ผลปรากฏว่าทั้งสองมีผลทางบวกต่อผลการดำเนินงานและ ผู้ถือหุ้นสถาบันทำให้ผลการดำเนินงานดีขึ้น สอดคล้องกับงานวิจัยของ Hsu & Wang. (2014) ที่ทำการศึกษาอิทธิพลของความยั่งยืนของผู้ถือหุ้นสถาบันที่มีต่อผลการดำเนินงานบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ประเทศไต้หวัน เช่นกันแสดงให้เห็นว่ายิ่งถ้าผู้ถือหุ้นสถาบันถือไว้นานก็จะทำให้ผลการดำเนินงานดีขึ้น

Rizqia & Sumiati (2013) ซึ่งศึกษาผลกระทบโครงสร้างเงินด้านของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร ระดับของหนี้สิน ความสามารถในการทำกำไร ขนาดของบริษัท และโอกาสในการ

ลงทุนกับนโยบายการจ่ายเงินปันผล และมูลค่าของกิจการของบริษัทจดทะเบียนที่เป็นธุรกิจผลิตสินค้าในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศ อินโดนีเซียในช่วงปี 2006 – 2011 จำนวน 15 บริษัท พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารและอัตราผลตอบแทนเงินปันผลมีความสัมพันธ์เป็นไปทางลบ งานวิจัยในปัจจุบันดังกล่าวสอดคล้องกับงานวิจัยในอดีตของ Chen & Steiner (1999) อย่างไรก็ตาม การถือหุ้นของผู้บริหารและอัตราผลตอบแทนเงินปันผลอาจไม่มีความสัมพันธ์กัน

Moradi & Eskander (2011) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ของโครงสร้างเงินทุนด้านสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารกับอัตราผลตอบแทนเงินปันผลของกลุ่มตัวอย่าง 427 ตัวอย่าง จากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอิหร่านในระหว่างปี 2000 – 2007 พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนการจ่ายเงินสดปันผล สอดคล้องกับงานวิจัยของ Kargar, Birjandi & Nejad (2014)

Bradford, Chen & Zhu (2013) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างนโยบายการจ่ายเงินสดปันผลและโครงสร้างของบริษัทที่เป็นรัฐวิสาหกิจ และบริษัทที่ไม่เป็นรัฐวิสาหกิจในประเทศจีน โดยทดสอบกลุ่มตัวอย่างจำนวน 12,630 ตัวอย่าง จาก บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกงและตลาดหลักทรัพย์เสิ่นเจิ้นในประเทศจีนระหว่างปี 1999 – 2010 ซึ่งสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารเป็นตัวแปรควบคุมหนึ่งที่ใช้ในการทดสอบ และ พบว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารมีความสัมพันธ์เป็นเชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนเงินปันผล นั่นคือ เมื่อผู้บริหารถือหุ้นมากขึ้นจะมีอัตราผลตอบแทนเงินปันผลมากขึ้น

Daniat & Suhairi (2006) พบว่ากระแสเงินสดจากการลงทุน กำไรขั้นต้น และขนาดบริษัท มีผลต่อความคาดหวังผลตอบแทนต่อหุ้น ในขณะที่เงินสดจากกิจการดำเนินงานไม่ได้มีผลงานวิจัยที่พบว่าบางครั้งการลงทุนของบริษัทไม่ได้สร้างผลตอบแทนตามที่คาดหวังไว้เนื่องจากการลงทุนที่เกินความจำเป็นอีกทั้งเป้าหมายระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้นที่ไม่ตรงกัน ทำให้กระแสเงินสดไม่มีผลต่อผลตอบแทนของกิจการไม่ว่าจะวัดจาก EPS ROE ROA หรือราคาหุ้น (Fu, 2009) บริษัทที่มีเงินสดมาก จะมีการลงทุนที่มากตามไปด้วย (Bates, 2005) บริษัทที่มีการลงทุนมาก ส่วนมากจะเป็นกลุ่มบริษัทที่มีกระแสเงินสดมาก (Richardson, 2005)

Oler & Picconi (2014) ศึกษาโมเดลด้านการเงินเพื่อสามารถกำหนดระดับเงินสดของกิจการที่เหมาะสม โดยระดับของเงินสดเพิ่มโอกาสในการเติบโตทั้งของบริษัทและตลาดกิจการที่มีโอกาสเติบโตสูงมักจะรักษาระดับเงินสดที่สูงเพื่อเป็นแหล่งเงินทุนในการลงทุนของกิจการในอนาคต อีกทั้งการถือครองเงินสดสามารถเพิ่มความผันผวนของกระแสเงินสด ถ้ามีการถือครองเงินสดที่มากเกินไปหรือน้อยเกินไปอาจมีผลกระทบตรงกันข้ามกับมูลค่าของหลักทรัพย์ของกิจการในอนาคตและผลตอบแทนของนักลงทุนและผู้ถือหุ้นได้ โดยผลการศึกษาพบว่าการมีเงินสดไม่เพียงพอหรือมากเกินไปจนเกินไปต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์และอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต กิจการถือครองเงินสดมีวัตถุประสงค์เพื่อบริหารสภาพคล่องของบริษัท เมื่อ

เงินสดเหลือจะถูกจัดสรรเพื่อสร้างโอกาสในการลงทุน และการจ่ายปันผล หรือซื้อหุ้นบริษัทคืน แต่อย่างไรก็ตามมีงานวิจัยน้อยมากที่ศึกษาว่าการที่มีเงินสดมากหรือน้อยจะมีผลกระทบต่อมูลค่าหลักทรัพย์ของบริษัทอย่างไร

### สรุป

สำหรับเนื้อหาในบทที่ 2 นี้ เป็นการทบทวนแนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง ซึ่งผู้วิจัยได้มุ่งเน้นศึกษาข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับหัวข้อของการวิจัย โดยได้ทำการศึกษา ค้นคว้า รวบรวม และประมวลผลด้านวิชาการ จากบทความ เอกสารวิชาการ ตำราต่าง ๆ และผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง เพื่อนำมาใช้ในการพัฒนากรอบแนวคิดของการวิจัย สมมติฐานการวิจัย เพื่อใช้กับการวิจัยในครั้งนี้

## บทที่ 3

### ระเบียบวิธีวิจัย

งานวิจัย เรื่อง ผลกระทบโครงสร้างเงินทุน และกระแสเงินสด ที่มีต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัท ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน กระแสเงินสดจากการลงทุน และกระแสเงินสดจากการจัดหาเงินที่มีต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยได้ทำการศึกษาแนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยในอดีตที่เกี่ยวข้อง และได้รวบรวมข้อมูลเพื่อใช้ในการสร้างกรอบแนวคิดทางการวิจัย และทดสอบสมมติฐานที่ตั้งขึ้นจากการรวบรวมข้อมูลดังกล่าวได้มีการกำหนดกลุ่มตัวอย่างที่ทำการศึกษา วิธีการวิจัย ตัวแบบ และสถิติที่ใช้ในการวิจัย โดยมีรายละเอียดดังนี้

1. การออกแบบการวิจัย
2. ประชากรและกลุ่มตัวอย่างและการเลือกตัวอย่าง
3. เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย
4. วิธีการเก็บข้อมูล
5. วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล
6. วิธีการทางสถิติ

#### การออกแบบการวิจัย

การวิจัย เรื่อง ผลกระทบโครงสร้างเงินทุน และกระแสเงินสด ที่มีต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Research) ผู้วิจัยได้ทบทวนวรรณกรรม แนวคิด ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องเพื่อนำไปสู่กระบวนการสร้าง และพัฒนากรอบแนวคิดการวิจัย เก็บรวบรวมข้อมูลโดยใช้แบบบันทึกข้อมูล และการวิเคราะห์ข้อมูลตามสมมติฐานด้วยวิธีทางสถิติโดยการประมวลผลข้อมูลเพื่อหาค่าทางสถิติจากโปรแกรมสำเร็จรูปสำหรับการวิจัยทางสังคมศาสตร์ โดยมีขั้นตอนดังนี้

**ขั้นตอนที่ 1** เลือกหัวข้องานวิจัย และกำหนดความสำคัญของปัญหา ผู้วิจัยทำการศึกษา ค้นคว้าแนวคิด และทฤษฎีจากงานวิจัยที่เกี่ยวข้องในหัวข้องานวิจัยที่สนใจศึกษา เอกสาร วารสาร

ฐานข้อมูลอิเล็กทรอนิกส์ ทั้งด้านวิชาการ และที่เกี่ยวข้องเพื่อนำองค์ความรู้เดิมมาประกอบการสร้างกรอบแนวคิด กำหนดสมมติฐานในการวิจัย โดยใช้อ้างอิงและสนับสนุนหัวข้องานวิจัยและประเด็นปัญหา

**ขั้นตอนที่ 2** กำหนดวัตถุประสงค์ ขอบเขต และประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับของงานวิจัย เมื่อได้หัวข้อ และความสำคัญของปัญหาทางงานวิจัยแล้ว จึงกำหนดวัตถุประสงค์ ขอบเขต และประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับจากงานวิจัยโดยให้สอดคล้องกับหัวข้องานวิจัยที่ต้องการศึกษา

**ขั้นตอนที่ 3** กำหนดระเบียบวิธีวิจัยตามหัวข้องานวิจัยที่ต้องการศึกษา ผู้วิจัยกำหนดระเบียบการวิจัยโดยกำหนดกลุ่มประชากรและการเลือกกลุ่มตัวอย่างจากหัวข้อการวิจัย โดยให้สอดคล้องกับวัตถุประสงค์และประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับจากงานวิจัยครั้งนี้

**ขั้นตอนที่ 4** กำหนดเครื่องมือที่ใช้ในการศึกษาและเก็บรวบรวมข้อมูล ผู้วิจัยเลือกเครื่องมือที่ใช้ในการศึกษาและเก็บข้อมูลจากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data)

**ขั้นตอนที่ 5** ทดสอบเครื่องมือและวิเคราะห์ผลข้อมูลทางสถิติ

**ขั้นตอนที่ 6** สรุปผลและอภิปรายผล ผู้วิจัยเขียนสรุปผลการวิจัย อภิปรายผลตามเนื้อหาสาระของความสำเร็จของปัญหาตามสมมติฐานและวัตถุประสงค์ของงานวิจัยในหัวข้อที่สนใจศึกษา

**ขั้นตอนที่ 7** นำเสนอและเผยแพร่ผลงานวิจัย ผู้วิจัยนำเสนอหลักการ ประกอบเหตุผลของผลงานวิจัยที่ได้รับ เผยแพร่ผลงานการวิจัยให้เป็นประโยชน์ต่อผู้ที่สนใจศึกษาเพื่อเพิ่มพูนองค์ความรู้เดิมต่อไป

### เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย

1. นำข้อมูลทางการเงินที่ได้จากงบการเงินรวมรายปีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมาทำการหาอัตราส่วนทางการเงินของแต่ละตัว ตรวจสอบความไม่ครบถ้วนของข้อมูลและตรวจสอบข้อมูลที่มีค่าแยกหรือแตกต่างออกไปจากกลุ่ม เมื่อทำการตรวจสอบความเรียบร้อย จากกลุ่มตัวอย่างในการวิจัย ได้แก่ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2. ความเป็นอิสระต่อกันของตัวแปร และข้อตกลงเบื้องต้น ในการใช้การวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุคูณ

### ประชากร กลุ่มตัวอย่างและการเลือกกลุ่มตัวอย่าง

ประชากร ที่ใช้ในการศึกษาค้างนี้ คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีรอบระยะเวลาบัญชีปี พ.ศ. 2557-2561 จำนวน 848 บริษัท (จากข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ วันที่ 6 กุมภาพันธ์ 2562) และกลุ่มตัวอย่างที่เป็นไปตามหลักเกณฑ์



ที่ศึกษาครั้งนี้มีจำนวนทั้งสิ้น 546 บริษัท โดยมีหลักเกณฑ์เพื่อให้ได้กลุ่มตัวอย่างที่ให้ข้อมูลในการประมวลผลที่เหมาะสมซึ่งมีคุณสมบัติและเงื่อนไขดังนี้

1. ต้องเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีวันสิ้นงวดบัญชี ณ วันที่ 31 ธันวาคมและจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ก่อนปี พ.ศ. 2557 ต้องมีสถานะดำรงอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและมีการซื้อขายหลักทรัพย์เพื่อให้ได้ข้อมูลในการวัดค่าตัวแปรต่าง ๆ อย่างครบถ้วน

2. บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวน 8 กลุ่มอุตสาหกรรมประกอบด้วย 1) กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอาหาร 2) กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค 3) กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม 4) กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง 5) กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร 6) กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ 7) กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ 8) กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี

3. ต้องเป็นบริษัทที่ไม่ถูกจัดประเภทให้อยู่ในกลุ่มบริษัทที่กำลังฟื้นฟูการดำเนินงานเพื่อเป็นประโยชน์ในการจัดเก็บข้อมูลเพราะบริษัทในกลุ่มดังกล่าวนี้จะไม่มีข้อมูลการซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วงเวลาที่ทำการศึกษาและกลุ่มบริษัทที่อยู่ในการฟื้นฟูกิจการอาจจะเป็นตัวแทนของกลุ่มตัวอย่างที่ไม่ดีเนื่องจากสถานะของธุรกิจไม่เป็นที่สนใจของนักลงทุน

4. ต้องเป็นบริษัทที่ไม่ถูกขึ้นเครื่องหมาย H (Trading Hall) หรือ SP (Trading Suspension) จากตลาดหลักทรัพย์ ณ ช่วงเวลาที่ศึกษาและช่วงประมาณค่าเพราะเครื่องหมายดังกล่าวจะเป็นการงดการซื้อขายซึ่งจะทำให้ไม่มีข้อมูลการซื้อขายหลักทรัพย์

5. ยกเว้นบริษัทจดทะเบียนในตลาด เอ็ม เอ ไอ (mai) เนื่องจากเป็นกลุ่มธุรกิจขนาดกลางและเล็กมีโครงสร้างเงินทุนกระแสเงินสดแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ และมีการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นอาจแตกต่างจากธุรกิจที่มีขนาดใหญ่

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้คือบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 546 บริษัท

การกำหนดขนาดกลุ่มตัวอย่างโดยใช้สูตรของ Yamane'

$$n = \frac{N}{1+N(e)^2}$$

เมื่อ	n	แทน	ขนาดกลุ่มตัวอย่าง
	N	แทน	จำนวนประชากร
	e	แทน	ค่าความคลาดเคลื่อน กำหนดเป็น 0.5

$$\text{แทนสูตร} = \frac{546}{1+546(0.05)^2}$$

$$= 230$$

ดังนั้นในการวิจัยครั้งนี้กลุ่มตัวอย่าง จำนวนทั้งสิ้น 230 บริษัท เทียบสัดส่วนกลุ่มตัวอย่าง จากจำนวนประชากร โดยวิธีการสุ่มแบบชั้นภูมิตามสัดส่วน(Proportional Stratified Random Sampling) ของประเภทอุตสาหกรรมดังตารางที่ 3.1

ตาราง 3.1 แสดงกลุ่มตัวอย่างแต่ละกลุ่มของประเภทอุตสาหกรรม

ประเภทอุตสาหกรรม	จำนวนประชากร	กลุ่มตัวอย่าง
1. เกษตรและอาหาร	51	20
2. สินค้าอุปโภคบริโภค	42	19
3. สินค้าอุตสาหกรรม	93	39
4. อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	157	63
5. ทรัพยากร	51	20
6. บริการ	113	51
7. เทคโนโลยี	39	16
รวม	546	230

### วิธีการเก็บข้อมูล

1. เข้าสู่เว็บไซต์ <http://www.setsmart.com> และ Login เข้าสู่ระบบ โดยพิมพ์ชื่อ Username และ Password ตามรหัสผ่านบนบัตรSETSMART เพื่อเก็บข้อมูลตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา วิจัยมาจากงบแสดงฐานะการเงินงบกระแสเงินสดข้อมูลการซื้อขายและข้อมูลสถิติของหลักทรัพย์

2. ศึกษาข้อมูลทุกิติภูมิ จากรายงานประจำปี แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ56-1) ในช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2557–2561 จำนวน 5 ปี จากฐานข้อมูล DATASTREAM

3. ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย

#### 3.1 ตัวแปรอิสระ (Independent Variable)

ตาราง 3.2 แสดงวิธีการวัดค่าตัวแปรอิสระที่ใช้ในการวิจัย

ตัวแปร	วิธีการวัดค่า
สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่	สัดส่วนการถือหุ้นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก รวมกัน
สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน	สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันต่อจำนวน หุ้นสามัญของบริษัททั้งหมด
สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ	สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติต่อจำนวน หุ้นสามัญของบริษัททั้งหมด

ตาราง 3.2 (ต่อ)

ตัวแปร	วิธีการวัดค่า
สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร	สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารต่อจำนวนหุ้นสามัญของบริษัททั้งหมด
กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน	กระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงาน
กระแสเงินสดจากการลงทุน	กระแสเงินสดสุทธิจากการลงทุน
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน	กระแสเงินสดสุทธิจากการหาเงิน

### 3.2 ตัวแปรตาม

ตาราง 3.3 แสดงวิธีการวัดค่าตัวแปรตามที่ใช้ในการวิจัย

ตัวแปร	วิธีการวัดค่า
อัตราผลตอบแทนเงินปันผล	เงินปันผลต่อหุ้นของบริษัท $i$ เวลา $t$ คูณร้อยละหารราคาปิดของหลักทรัพย์ ณ วันสิ้นงวดของบริษัท $i$ เวลา $t$ (โดยที่ $t =$ งวดเวลาใดเวลาหนึ่ง)
อัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง	ราคาปิดของหลักทรัพย์ ณ วันที่ส่งงบการเงินของบริษัท $i$ เวลา $t$ ลบราคาปิดของหลักทรัพย์ ณ วันสิ้นงวดของบริษัท $i$ เวลา $t$ คูณร้อยละหารราคาปิดของหลักทรัพย์วันที่ส่งงบการเงินของบริษัท $i$ เวลา $t$
อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น	กำไรสุทธิหารด้วยส่วนของผู้ถือหุ้น โดยส่วนของผู้ถือหุ้นเท่ากับสินทรัพย์รวมลบด้วยหนี้สินรวม เป็นการวัดความสามารถของบริษัทในการสร้างผลตอบแทนให้กับผู้ถือหุ้น

### 3.3 ตัวแปรควบคุม ประกอบด้วย อายุของบริษัท และกำไรต่อหุ้น

ตาราง 3.4 แสดงวิธีการวัดค่าตัวแปรควบคุมที่ใช้ในการวิจัย

ตัวแปร	วิธีการวัดค่า
อายุของบริษัท	วันที่เริ่มก่อตั้งบริษัท
กำไรสุทธิต่อหุ้น	กำไรสุทธิหารจำนวนหุ้นสามัญ

## วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล

- นำข้อมูลทางการเงินที่ได้จากงบการเงินรวมรายปีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมาทำการหาอัตราส่วนทางการเงินของแต่ละตัว ตรวจสอบความไม่ครบถ้วนของข้อมูลและตรวจสอบข้อมูลที่มีค่าแยกหรือแตกต่างออกไปจากกลุ่ม ซึ่งกลุ่มตัวอย่างในการวิจัย ได้แก่ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
- นำข้อมูลที่ได้จากการหาอัตราส่วนทางการเงินมาตรวจสอบความเป็นอิสระต่อกันของตัวแปรอิสระ และนำไปวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis)

## วิธีการทางสถิติ

การศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยได้มุ่งเน้นศึกษาผลกระทบโครงสร้างเงินทุนและกระแสเงินสดที่มีต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยใช้วิธีการทางสถิติ ดังนี้

- สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) เป็นการแสดงผลค่าสูงสุด (Maximum) ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าเฉลี่ย (Mean) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation)

- สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) ใช้ในการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตามเพื่อให้ถูกต้องและเหมาะสมกับการนำไปวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) โดยมีวิธีการดังนี้

- 2.1 ตรวจสอบข้อมูลของตัวแปรอิสระต้องไม่มีความสัมพันธ์กันโดยใช้ค่าสถิติ Multicollinearity

- 2.2 วัดขนาดของความรุนแรงของค่า Multicollinearity โดยใช้ค่าสถิติ Variance Inflation Factors (VIF) ซึ่งค่าที่ได้ไม่ควรเกิน 5 เพราะถ้ามีค่ามากกว่า แสดงว่าตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเอง

- 2.3 นำข้อมูลที่ได้จากการตรวจสอบเพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระว่ามีความสัมพันธ์กันหรือไม่ สัมพันธ์กันอย่างไร โดยใช้สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน (Pearson Product Moment Correlation Coefficient) และหาผลกระทบของตัวแปรด้วยวิธีวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis)

ทั้งนี้ผู้วิจัยได้ทำการสัมภาษณ์ผู้อำนวยการฝ่ายการเงิน หรือผู้บริหารฝ่ายการเงิน และบัญชีเพื่อใช้ในการยืนยันผลทางสถิติ โดยในการศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยได้สัมภาษณ์ทั้งสิ้น 4 ท่าน พบว่า ข้อมูลมีการอิมตัว และสอดคล้องไปในทิศทางเดียวกัน

## สรุป

สำหรับเนื้อหาในบทที่ 3 นี้ เป็นการกำหนดรูปแบบการวิจัย ขั้นตอนการดำเนินการวิจัย

การกำหนดเครื่องมือการวิจัย การทดสอบเครื่องมือในการวิจัย และการรวบรวมข้อมูล โดยผู้วิจัยใช้รูปแบบการวิจัยเชิงปริมาณ ซึ่งประชากรและกลุ่มตัวอย่างที่นำมาใช้ในการวิจัยครั้งนี้ มีจำนวนทั้งสิ้น 230 บริษัท โดยการวิเคราะห์ข้อมูลทางการเงินจากงบการเงินรวม รายปี ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การทดสอบหาค่าความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ โดยใช้สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน (Pearson Product Moment Correlation Coefficient) และหาค่า VIF การทดสอบสมมติฐานเพื่อวิเคราะห์ผลกระทบของตัวแปรด้วยการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) ซึ่งผลการวิเคราะห์ข้อมูลจะได้นำเสนอในบทที่ 4 ต่อไป

## บทที่ 4

### การวิเคราะห์ข้อมูล

การศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบโครงสร้างเงินทุนและกระแสเงินสดที่มีต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัท ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีวัตถุประสงค์ของการศึกษาเพื่อ 1) ศึกษาผลกระทบโครงสร้างเงินทุน และกระแสเงินสด ที่มีต่ออัตราผลตอบแทนเงินปันผล ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 2) ศึกษาผลกระทบโครงสร้างเงินทุน และกระแสเงินสด ที่มีต่ออัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลงของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 3) ศึกษาผลกระทบโครงสร้างเงินทุน และกระแสเงินสด ที่มีต่ออัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 4) ศึกษาผลกระทบโครงสร้างเงินทุน และกระแสเงินสด ที่มีต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย : กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ โดยการศึกษาได้มุ่งเน้นศึกษาไปที่ประชากรที่เป็น บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีรอบระยะเวลาบัญชีปี พ.ศ. 2557-2561 จำนวน 848 บริษัท (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2562) และกลุ่มตัวอย่างที่เป็นไปตามหลักเกณฑ์ที่ศึกษาครั้งนี้มีจำนวนทั้งสิ้น 546 บริษัท โดยมีหลักเกณฑ์เพื่อให้ได้กลุ่มตัวอย่างที่ให้ข้อมูลในการประมวลผลที่เหมาะสมซึ่งมีคุณสมบัติและเงื่อนไข ได้แก่ 1) เป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีวันสิ้นงวดบัญชี ณ วันที่ 31 ธันวาคม และจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ก่อนปี พ.ศ. 2557 ต้องมีสถานะดำรงอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและมีการซื้อขายหลักทรัพย์เพื่อให้ได้ข้อมูลในการวัดค่าตัวแปรต่าง ๆ อย่างครบถ้วน 2) เป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวน 7 กลุ่มอุตสาหกรรม 3) ต้องเป็นบริษัทที่ไม่ถูกจัดประเภทให้อยู่ในกลุ่มบริษัทที่กำลังฟื้นฟูการดำเนินงานเพื่อเป็นประโยชน์ในการจัดเก็บข้อมูลเพราะบริษัทในกลุ่มดังกล่าวนี้จะไม่มีการซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วงเวลาที่ทำการศึกษาและกลุ่มบริษัทที่อยู่ในการฟื้นฟูกิจการอาจจะเป็นตัวแทนของกลุ่มตัวอย่างที่ไม่ดีเนื่องจากสถานะของธุรกิจไม่เป็นที่สนใจของนักลงทุน 4) ต้องเป็นบริษัทที่ไม่ถูกขึ้นเครื่องหมาย H (Trading Hall) หรือ SP (Trading Suspension) จากตลาดหลักทรัพย์ ณ ช่วงเวลาที่ศึกษา และช่วงประมาณค่าเพราะเครื่องหมายดังกล่าว จะเป็นการงดการซื้อขายซึ่งจะทำให้ไม่มีข้อมูลการซื้อขายหลักทรัพย์ 5) ยกเว้นบริษัทจดทะเบียนในตลาด เอ็ม เอ ไอ (MAI) เนื่องจากเป็นกลุ่มธุรกิจขนาดกลางและเล็กมีโครงสร้างเงินทุนกระแสเงินสดแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ และมีการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นอาจแตกต่างจากธุรกิจที่มีขนาดใหญ่ กลุ่มตัวอย่างที่

เหมาะสมที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้มีจำนวน 230 บริษัท จำนวนข้อมูลที่ทำการศึกษาในครั้งนี้มีทั้งสิ้น 1150 ชุดข้อมูล (Row) การวิเคราะห์ข้อมูลผู้วิจัยได้นำเสนอผลการวิเคราะห์ข้อมูล ดังนี้

1. สัญลักษณ์ที่ใช้ในการนำเสนอผลการวิเคราะห์ข้อมูล
2. ผลการตรวจสอบข้อมูล
3. ผลการวิเคราะห์ข้อมูลทั่วไป
4. ผลการทดสอบสมมติฐานการศึกษา

ตาราง 4.1 แสดงสัญลักษณ์ที่ใช้ในการนำเสนอผลการวิเคราะห์ข้อมูล

ตัวย่อ	ชื่อตัวแปรภาษาไทย	ชื่อตัวแปรภาษาอังกฤษ
n	จำนวนกลุ่มตัวอย่าง	
t	สถิติพิจารณาความมีนัยสำคัญจากการแจกแจงแบบ (t-Distribution)	
F	สถิติที่ใช้พิจารณาความมีนัยสำคัญจากการแจกแจงแบบ (F-Distribution)	
Sig	ระดับนัยสำคัญทางสถิติ (Significance)	
R <sup>2</sup>	ค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ	
*	ค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05	
VIF	ค่าทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรอิสระ	
FNS	โครงสร้างเงินทุน	Financial Structure Shareholding ratio of major
BMS	สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่	shareholders
INS	สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน	Shareholding of institutional investors Shareholding proportion of foreign
FIS	สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ	investors
EMS	สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร	Shareholding ratio of executives
CFS	กระแสเงินสด	Cash Flows
CFO	กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน	Cash flow from operations activities
CFI	กระแสเงินสดจากการลงทุน	Cash flow from investment activities
CFF	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน	Cash flow from financing activities
STY	อัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์	Securities Yield
SDY	อัตราผลตอบแทนเงินปันผล	Dividend yield
RCP	อัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง	Return rate from changing prices
ROE	อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น	Return on Equity
BNA	อายุของธุรกิจ	Business age
EPS	กำไรต่อหุ้น	Earnings per share

## ผลการตรวจสอบข้อมูล

ในการทดสอบความสัมพันธ์กันระหว่างตัวแปรอิสระตามกรอบแนวความคิด ผู้วิจัยทำการตรวจสอบ 2 ขั้นตอน คือ ขั้นตอนแรกหาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน (Pearson Product Moment Correlation Coefficient) และขั้นตอนที่ 2 หาค่าความทนทาน (Tolerance) และหาค่า Variance Inflation Factor (VIF) โดยผลการตรวจสอบ ดังนี้

## กลุ่มอุตสาหกรรมทั้งหมด

### การทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรโดยสถิติเพียร์สัน

ผู้วิจัยได้ทำการทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรเบื้องต้น เพื่อทดสอบระดับความสัมพันธ์ของตัวแปรต่าง ๆ ก่อนการทดสอบอิทธิพลด้วยสถิติอื่น โดยใช้สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน (Pearson Product Moment Correlation Coefficient) ผลการทดสอบความสัมพันธ์ด้วยวิธีเพียร์สันให้ผลลัพธ์ดังตาราง 4.2



ตาราง 4.2 การทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปร โดยสถิติเพียร์สัน

	BMS	INS	FIS	EMS	CFO	CFI	CFE	SDY	RCP	ROE	BNA	EPS
BMS	1	-.062*	.109**	.057	.073*	-.058	-.058*	.013	.143**	.056	-.027	.050
INS	-.062*	1	.310**	-.209**	.251**	-.233**	-.227**	.114**	.175**	.137**	.051	.139**
FIS	.109**	.310**	1	-.249**	.118**	.141**	-.034	.123**	.230**	.172**	.027	.091**
EMS	.057	-.209**	-.249**	1	-.105**	.126**	.051	.014	-.052	.077**	-.056	-.086**
CFO	.073*	.251**	.118**	-.105**	1	-.803**	-.720**	-.067*	.123**	.103**	-.002	.213**
CFI	-.058*	-.233**	-.141**	.126**	-.803**	1	.435**	-.022	-.105**	-.063*	-.020	-.174**
CFE	-.058*	-.227**	-.034	.051	-.720**	.435**	1	-.078**	-.129**	-.091**	.011	-.221**
SDY	.013	.114**	.123**	.014	.067*	-.022	.078**	1	.028	.239**	.003	.003
RCP	.143**	.175**	.230**	-.052	.123**	-.105**	-.129**	.028	1	.183**	.180**	.406**
ROE	.056	.137**	.172**	.077**	.103**	-.063*	-.091**	.239**	.183**	1	.001	.162**
BNA	-.027	.051	.027	-.056	-.002	-.020	.011	.003	.180**	.001	1	.133**
EPS	.050	.139**	.091**	-.086**	.213**	-.174**	-.221**	.003	.406**	.162**	.133**	1

\* ระดับนัยสำคัญที่ 0.05 \*\* ระดับนัยสำคัญที่ 0.01

จากตาราง 4.2 พบว่า ตัวแปรทั้งหมดไม่มีความสัมพันธ์กันโดยพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สันน้อยกว่า 0.80 ( $r < 0.80$ ) มีบางตัวแปรที่มีความสัมพันธ์ และความสัมพันธ์อยู่ในระดับน้อยหรือปานกลาง และเพื่อให้การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระมีความชัดเจนยิ่งขึ้น ผู้วิจัยจึงได้ทำการวิเคราะห์ในขั้นตอนที่ 2 โดยพิจารณาค่า Tolerance และค่า VIF ซึ่งผลวิเคราะห์ที่ได้แสดงในตาราง 4.3

ตาราง 4.3 ค่า Tolerance และ ค่า VIF

ตัวแปร	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
BMS	.961	1.041
INS	.808	1.238
FIS	.836	1.197
EMS	.903	1.108
CFO	.184	4.429
CFI	.308	3.252
CFF	.407	2.454
BNA	.972	1.029
EPS	.913	1.095

จากตาราง 4.3 ผลการทดสอบ พบว่า มีบางตัวแปรที่มีความสัมพันธ์ และความสัมพันธ์ อยู่ในระดับน้อยหรือปานกลาง แสดงว่ามีความเป็นไปได้ที่จะสามารถทำการทดสอบสถิติการทดสอบการถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression) ตัวแปรอิสระทั้งหมดทุกตัวแปร มีค่า Tolerance ต่ำสุดเท่ากับ .184 ซึ่งสูงกว่าเกณฑ์ขั้นต่ำที่ต้องมากกว่า 0.1 ส่วน VIF มีค่าสูงสุดเท่ากับ 4.429 ซึ่งน้อยกว่า 5 จึงเป็นการยืนยันผลการวิเคราะห์ในขั้นตอนแรกจากการทำสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน (Pearson Product Moment Correlation Coefficient) ดังนั้น จึงสรุปได้ว่า ตัวแปรอิสระทั้งหมดไม่มีความสัมพันธ์กัน และมีความเหมาะสมที่จะนำไปวิเคราะห์การถดถอยพหุ (Multiple Regression Analysis)

### ผลการวิเคราะห์ข้อมูลทั่วไป

#### ส่วนที่ 1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ ได้แก่ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งสิ้น 1150 ตัวอย่าง ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน และกระแสเงินสด จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังตาราง 4.4

ตาราง 4.4 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (N=1150)

	Min	Max	$\bar{X}$	SD
BMS	12.840	616.620	57.422	29.118
INS	.000	46.800	4.395	6.589
FIS	.000	179.061	13.465	17.167
EMS	-.020	103.820	18.113	20.339
CFO	-9982.974	306100.344	4087.921	20641.600
CFI	-180525.074	55101.546	-3024.859	13028.990
CFE	-163813.331	82970.595	-723.211	10296.819
SDY	.000	22.840	2.799	2.698
RCP	.020	1072.000	28.835	78.707
ROE	-198.180	98.680	7.614	18.841
BNA	1.000	44.000	20.565	8.145
EPS	-18.000	158.020	1.987	8.448

จากตาราง 4.4 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเฉลี่ยแล้วอยู่ที่ 57.422 มีอัตราสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ต่ำสุดอยู่ที่ 12.840 และสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่สูงสุดอยู่ที่ 616.6249 โดยมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 29.118

สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยเฉลี่ยแล้วอยู่ที่ 4.395 สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันต่ำสุดที่ .000 สัดส่วนการและถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันสูงสุดที่ 46.80 โดยมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 6.589

สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยเฉลี่ยแล้วอยู่ที่ 13.465 สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติต่ำสุดที่ .000 และสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติสูงสุดที่ 179.061 โดยมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 17.167

สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยเฉลี่ยแล้วอยู่ที่ 18.113 สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารต่ำสุดที่ -.020 และสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารสูงสุดที่ 103.820 โดยมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 20.339

กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยเฉลี่ยแล้วอยู่ที่ 4087.921 กระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่ำสุดที่ -9982.974 และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานสูงสุดที่ 306100.344 โดยมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 20641.600

กระแสเงินสดจากการลงทุน ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยเฉลี่ยแล้วอยู่ที่ -3024.859 กระแสเงินสดจากการลงทุนต่ำสุดที่ -180525.074 และกระแสเงินสดจากการลงทุนสูงสุดที่ 55101.546 โดยมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 13028.990

กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยเฉลี่ยแล้วอยู่ที่ -723.211 กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินต่ำสุดที่ -163813.331 และกระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสูงสุดที่ 82970.595 โดยมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 10296.819

อัตราผลตอบแทนเงินปันผล ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยเฉลี่ยแล้วอยู่ที่ 280835 อัตราผลตอบแทนเงินปันผลต่ำสุดที่ 0.020 และอัตราผลตอบแทนเงินปันผลสูงสุดที่ 1072.000 โดยมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 78.707

อัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยเฉลี่ยแล้วอยู่ที่ 2.799 อัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลงต่ำสุดที่ 0.000 และอัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลงผลสูงสุดที่ 22.840 โดยมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 2.698

อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยเฉลี่ยแล้วอยู่ที่ 7.614 อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น ต่ำสุดที่ -198.180 และอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น ผลสูงสุดที่ 98.680 โดยมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 18.841

อายุของธุรกิจ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยเฉลี่ยแล้วอยู่ที่ 20.565 อายุของธุรกิจต่ำสุดที่ 1.00 และอายุของธุรกิจสูงสุดที่ 44.000 โดยมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 8.145

กำไรต่อหุ้น ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยเฉลี่ยแล้วอยู่ที่ 1.987 กำไรต่อหุ้นต่ำสุดที่ -18.000 และกำไรต่อหุ้นสูงสุดที่ 158.020 โดยมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 8.448

### การทดสอบสมมติฐาน

การศึกษาครั้งนี้มีตัวแปรควบคุมได้แก่ อายุของธุรกิจ (BNA) กำไรต่อหุ้น (EPS) โดยมีตัวแปรอิสระ 3 ชุด ได้แก่ ชุดที่ 1 โครงสร้างเงินทุน ประกอบด้วย สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (BMS) สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (INS) สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ (FIS) สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (EMS) ชุดที่ 2 กระแสเงินสด ประกอบด้วย กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CFO) กระแสเงินสดจากการลงทุน (CFI) กระแสเงินสดจากการจัดหา

เงิน (CFS) ขณะที่ตัวแปรตามได้แก่ อัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ ประกอบด้วย อัตราผลตอบแทนเงินปันผล (SDY) อัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง (RCP) อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) และตัวแปรควบคุม อายุของธุรกิจ (BNA) กำไรต่อหุ้น (EPS) โดยสามารถกำหนดเป็นสมมติฐานเพื่อทำการทดสอบได้ดังต่อไปนี้

**การทดสอบสมมติฐานของกลุ่มอุตสาหกรรมทั้งหมด**

**สมมติฐานที่ 1** โครงสร้างเงินทุน ได้แก่ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (BMS) สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (INS) สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ (FIS) สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (EMS) มีผลกระทบต่อ อัตราผลตอบแทนเงินปันผล (SDY)

**สมการการทดสอบสมมติฐานสมการที่ 1**

$$SDY = \beta_0 + \beta_1(BMS) + \beta_2(INS) + \beta_3(FIS) + \beta_4(EMS) + \beta_5(BNA) + \beta_6(EPS) + e \dots \dots \dots (1)$$

**ตาราง 4.5** ตารางแสดงผลการทดสอบผลกระทบของตัวแปร ชุดโครงสร้างเงินทุน ที่มีต่ออัตราผลตอบแทนเงินปันผล (SDY) โดยมีตัวแปรอายุของธุรกิจ (BNA) กำไรต่อหุ้น (EPS) เป็นตัวแปรควบคุม

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		Collinearity Statistics		
		B	Std. Error	Beta	t	Sig.	Tolerance	VIF
1	(Constant)	2.243	.290		7.741	.000		
	BMS	.000	.003	.004	.148	.882	.969	1.032
	INS	.039	.013	.095	3.012	.003*	.866	1.155
	FIS	.017	.005	.110	3.460	.001**	.848	1.179
	EMS	.008	.004	.060	1.946	.050*	.910	1.099
	BNA	.000	.010	.000	-.010	.992	.979	1.021
	EPS	.005	.010	-.015	-.517	.606	.957	1.045

Adjusted R Square = 0.020 , F = 4.915 , Sig. = .000, R Square = 0.025

หมายเหตุ. \* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05

$$SDY = .095(INS) + .110(FIS) + .060(EMS) \dots \dots \dots (1)$$

ผลการทดสอบ พบว่า ค่า Variance Inflation Factors (VIF) ซึ่งค่าที่ได้ไม่เกิน 5 แสดงว่าตัวแปรอิสระไม่มีความสัมพันธ์กันเอง ทำให้สามารถทดสอบด้วยสถิติการถดถอยแบบพหุคูณได้ ทั้งนี้ตัวแปรชุดที่ 1 โครงสร้างเงินทุน ประกอบด้วย สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (INS) สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ (FIS) สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (EMS) มีผลกระทบต่อ

อัตราผลตอบแทนเงินปันผล (SDY) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 โดยตัวแปรสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (INS) สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ (FIS) สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (EMS) สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนเงินปันผล (SDY) ได้ร้อยละ 2 ขณะที่อีกร้อยละ 98 เกิดขึ้นจากปัจจัยอื่น ทั้งนี้ยังไม่พบความแปรปรวนเกิดขึ้นจากตัวแปรควบคุม โดยตัวแปรอายุของธุรกิจ (BNA) กำไรต่อหุ้น (EPS) ไม่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนเงินปันผล (SDY) ขณะที่ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (BMS) ไม่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนเงินปันผล (SDY)

**สมมติฐานที่ 2** โครงสร้างเงินทุน ได้แก่ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (BMS) สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (INS) สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ (FIS) สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (EMS) มีผลกระทบต่อ อัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง (RCP)

**สมการการทดสอบสมมติฐานสมการที่ 2**

$$RCP = \beta_0 + \beta_1(BMS) + \beta_2(INS) + \beta_3(FIS) + \beta_4(EMS) + \beta_5(BNA) + \beta_6(EPS) + e \dots \dots \dots (2)$$

**ตาราง 4.6** ตารางแสดงผลการทดสอบผลกระทบของตัวแปรชุดโครงสร้างเงินทุนภายในที่มีต่ออัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง (RCP) โดยมีตัวแปรอายุของธุรกิจ (BNA) กำไรต่อหุ้น (EPS) เป็นตัวแปรควบคุม

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta	t		Tolerance	VIF
1 (Constant)	-38.275	7.478		-5.118	.000		
BMS	.305	.071	.113	4.290	.000**	.969	1.032
INS	.988	.332	.083	2.977	.003**	.866	1.155
FIS	.752	.129	.164	5.837	.000**	.848	1.179
EMS	.146	.105	.038	1.393	.164	.910	1.099
BNA	1.253	.253	.130	4.956	.000**	.979	1.021
EPS	3.356	.246	.360	13.629	.000**	.957	1.045

Adjusted R Square = .232, F = 58.832, Sig. = .000, R square = .236

หมายเหตุ. \* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05

$$RCP = .113(BMS) + .083(INS) + .164(FIS) + .130(BNA) + .360(EPS) \dots \dots \dots (2)$$

ผลการทดสอบ พบว่า ค่า Variance Inflation Factors (VIF) ซึ่งค่าที่ได้ไม่เกิน 5 แสดงว่าตัวแปรอิสระไม่มีความสัมพันธ์กันเอง ทำให้สามารถทดสอบด้วยสถิติการถดถอยแบบพหุคูณได้

ทั้งนี้ตัวแปรชุดที่ 1 โครงสร้างเงินทุน ประกอบด้วย สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (BMS) สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (INS) สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ (FIS) มีผลกระทบต่อ อัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง (RCP) ที่ระดับนัยสำคัญ .05 โดยตัวแปร สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (BMS) สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (INS) สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ (FIS) สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง (RCP) ได้ร้อยละ 23.2 ขณะที่อีกร้อยละ 76.8 เกิดขึ้นจากปัจจัยอื่น ทั้งนี้ยังพบความแปรปรวนเกิดขึ้น เป็นผลมาจากตัวแปรควบคุม โดยตัวแปรอายุของธุรกิจ (BNA) และกำไรต่อหุ้น (EPS) เป็นตัวแปรที่มีอิทธิพลต่อ อัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง (RCP) ที่ระดับนัยสำคัญ .05 ขณะที่ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (EMS) ไม่มีผลกระทบต่อ อัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง (RCP)

**สมมติฐานที่ 3** โครงสร้างเงินทุน ได้แก่ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (BMS) สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (INS) สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ (FIS) สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (EMS) มีผลกระทบต่อ อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE)

**สมการการทดสอบสมมติฐานสมการที่ 3**

$$ROE = \beta_0 + \beta_1(BMS) + \beta_2(INS) + \beta_3(FIS) + \beta_4(EMS) + \beta_5(BNA) + \beta_6(EPS) + e \dots \dots \dots (3)$$

**ตาราง 4.7** ตารางแสดงผลการทดสอบผลกระทบของตัวแปรชุดโครงสร้างเงินทุนภายในที่มีต่อ อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) โดยมีตัวแปรอายุของธุรกิจ (BNA) กำไรต่อหุ้น (EPS) เป็นตัวแปรควบคุม

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta				Tolerance	VIF
1 (Constant)	.748	1.966			.380	.704		
BMS	.018	.019	.028		.970	.332	.969	1.032
INS	.284	.087	.099		3.255	.001**	.866	1.155
FIS	.179	.034	.163		5.288	.000**	.848	1.179
EMS	.138	.028	.149		4.994	.000**	.910	1.099
BNA	-.047	.066	-.021		-.714	.475	.979	1.021
EPS	.329	.065	.148		5.088	.000**	.957	1.045

Adjusted R Square = .074, F = 16.279, Sig. = .000, R square = .079

หมายเหตุ. \* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ .05

$$ROE = .099(INS) + .163(FIS) + .149(BNA) + .148(EPS) \dots \dots \dots (3)$$

ผลการทดสอบ พบว่า ค่า Variance Inflation Factors (VIF) ซึ่งค่าที่ได้ไม่เกิน 5 แสดงว่า ตัวแปรอิสระไม่มีความสัมพันธ์กันเอง ทำให้สามารถทดสอบด้วยสถิติการถดถอยแบบพหุคูณได้ ทั้งนี้ตัวแปรชุดที่ 1 โครงสร้างเงินทุน ประกอบด้วย สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (INS) สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ (FIS) สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (EMS) มีผลกระทบต่อ อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) ที่ระดับนัยสำคัญ .05 โดยตัวแปร สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (INS) สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ (FIS) สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (EMS) สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) ได้ร้อยละ 7.4 ขณะที่ อีกร้อยละ 92.6 เกิดขึ้นจากปัจจัยอื่น

ทั้งนี้ยังพบความแปรปรวนเกิดขึ้น เป็นผลมาจากตัวแปรควบคุม โดยตัวแปร กำไรต่อหุ้น (EPS) เป็นตัวแปรเดียวที่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) ที่ระดับนัยสำคัญ .05 ขณะที่ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (BMS) ไม่มีผลกระทบต่อ อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE)

**สมมติฐานที่ 4** กระแสเงินสด ประกอบด้วยกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CFO) กระแสเงินสดจากการลงทุน (CFI) กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน (CFF) มีผลกระทบต่อ อัตราผลตอบแทนเงินปันผล (SDY)

**สมการการทดสอบสมมติฐานสมการที่ 4**

$$SDY = \beta_0 + \beta_1(CFO) + \beta_2(CFI) + \beta_3(CFF) + e \dots \dots \dots (4)$$

**ตาราง 4.8** ตารางแสดงผลการทดสอบผลกระทบของตัวแปรชุดกระแสเงินสด มีต่ออัตราผลตอบแทนเงินปันผล (SDY) โดยมีตัวแปรอายุของธุรกิจ (BNA) กำไรต่อหุ้น (EPS) เป็นตัวแปรควบคุม

Model		Unstandardized		Standardized		Collinearity		
		B	Std. Error	Beta	t	Sig.	Tolerance	VIF
1	(Constant)	2.747	.217		12.676	.000		
	CFO	.000	.000	.100	1.455	.146	.185	5.412
	CFI	.000	.000	.074	1.405	.160	.311	3.217
	CFF	.000	.000	-.042*	-.919	.359	.418	2.394
	BNA	.002	.010	.007*	.235	.814	.980	1.021
	EPS	-.005	.010	-.016*	-.510	.610	.926	1.080

Adjusted R Square = 0.004, F = 1.915, Sig. = .089, R Square = .008



ผลการทดสอบ พบว่า ค่า Variance Inflation Factors (VIF) ซึ่งค่าที่ได้ไม่เกิน 5 แสดงว่าตัวแปรอิสระไม่มีความสัมพันธ์กันเอง ทำให้สามารถทดสอบด้วยสถิติการถดถอยแบบพหุคูณได้ ทั้งนี้ตัวแปรชุดที่ 2 กระแสเงินสด ประกอบด้วย กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CFO) กระแสเงินสดจากการลงทุน (CFI) กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน (CFF) ไม่มีผลกระทบต่อ อัตราผลตอบแทนเงินปันผล (SDY)

ทั้งนี้สาเหตุพบว่า การทดสอบชุดที่ 2 กระแสเงินสด สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของ อัตราผลตอบแทนเงินปันผล (SDY) ได้เพียงร้อยละ 0.4 ขณะที่อีกร้อยละ 99.6 เกิดขึ้นจากปัจจัยอื่น พร้อมทั้งไม่เกิดความแปรปรวน ดังนั้นจึงแสดงได้ว่ากระแสเงินสด ไม่มีอิทธิพลต่อ อัตราผลตอบแทนเงินปันผล (SDY)

**สมมติฐานที่ 5** กระแสเงินสด ประกอบด้วย กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CFO) กระแสเงินสดจากการลงทุน (CFI) กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน (CFS) มีผลกระทบต่อ อัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง (RCP)

**สมการการทดสอบสมมติฐานสมการที่ 5**

$$RCP = \beta_0 + \beta_1(CFO) + \beta_2(CFI) + \beta_3(CFF) + e \dots \dots \dots (5)$$

**ตาราง 4.9** ตารางแสดงผลการทดสอบผลกระทบของตัวแปรชุดกระแสเงินสด มีต่ออัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง (RCP) โดยมีตัวแปรอายุของธุรกิจ (BNA) กำไรต่อหุ้น (EPS) เป็นตัวแปรควบคุม

Model		Unstandardized		Standardized		Collinearity Statistics		
		B	Std. Error	Beta	t	Sig.	Tolerance	VIF
1	(Constant)	-4.489	5.736		-.783	.434		
	CFO	.000	.000	-.004	-.064	.949	.185	5.412
	CFI	.000	.000	-.023	-.479	.632	.311	3.217
	CFF	.000	.000	-.040	.965	.335	.418	2.394
	BNA	1.253	.261	.130	4.804	.000*	.980	1.021
	EPS	3.510	.259	.377	13.564	.000*	.926	1.080

Adjusted R Square = -0.180, F = 51.352, Sig. = .000, R Square = .183

ผลการทดสอบ พบว่า ค่า Variance Inflation Factors (VIF) ซึ่งค่าที่ได้ไม่เกิน 5 แสดงว่าตัวแปรอิสระไม่มีความสัมพันธ์กันเอง ทำให้สามารถทดสอบด้วยสถิติการถดถอยแบบพหุคูณได้ ทั้งนี้ตัวแปรชุดที่ 2 กระแสเงินสด ประกอบด้วยกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CFO) กระแสเงินสด

สดจากการลงทุน (CFI) กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน (CFS) ไม่มีผลกระทบต่อ อัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง (RCP)

ทั้งนี้สาเหตุพบว่าการทดสอบชุดที่ 2 กระแสเงินสด สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของ อัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง (RCP) ได้เพียงร้อยละ 18 ขณะที่อีกร้อยละ 82 เกิดขึ้นจาก ปัจจัยอื่น พร้อมทั้งยังพบความแปรปรวนเกิดขึ้น เป็นผลมาจากตัวแปรควบคุม โดยตัวแปร อายุของ ธุรกิจ (BNA) กำไรต่อหุ้น (EPS) เป็นตัวแปรที่มีอิทธิพลต่อ อัตราผลตอบแทนจากราคาที่ เปลี่ยนแปลง (RCP) ที่ระดับนัยสำคัญ .01

**สมมติฐานที่ 6** ตารางแสดงผลการทดสอบผลกระทบของตัวแปรชุดกระแสเงินสด มีต่อ อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE)

**สมการการทดสอบสมมติฐานสมการที่ 6**

$$ROE = \beta_0 + \beta_1(CFO) + \beta_2(CFI) + \beta_3(CFF) + e \dots \dots \dots (6)$$

**ตาราง 4.10** ตารางแสดงผลการทดสอบผลกระทบของตัวแปรชุดกระแสเงินสด มีต่ออัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) โดยมีตัวแปรอายุของธุรกิจ (BNA) กำไรต่อหุ้น (EPS) เป็นตัวแปรควบคุม

Model		Unstandardized		Standardized		Collinearity Statistics		
		B	Std. Error	Beta	t	Sig.	Tolerance	VIF
1	(Constant)	7.615	1.494		5.095	.000		
	CFO	.000	.000	.119	1.761	.079	.185	5.412
	CFI	.000	.000	.057	1.091	.276	.311	3.217
	CFF	.000	.000	.003*	.077	.939	.418	2.394
	BNA	-.042	.068	-.018*	-.613	.540	.980	1.021
	EPS	.335	.067	.150	4.965	.000*	.926	1.080

Adjusted R Square = -0.028, F = 7.735, Sig. = .000, R Square = .033

ผลการทดสอบ พบว่า ค่า Variance Inflation Factors (VIF) ซึ่งค่าที่ได้ไม่เกิน 5 แสดงว่า ตัวแปรอิสระไม่มีความสัมพันธ์กันเอง ทำให้สามารถทดสอบด้วยสถิติการถดถอยแบบพหุคูณได้ ทั้งนี้ตัวแปรชุดที่ 2 กระแสเงินสด ประกอบด้วยกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CFO) กระแสเงินสดจากการลงทุน (CFI) กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน (CFS) ไม่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น(ROE)

ทั้งนี้สาเหตุพบว่าการทดสอบชุดที่ 2 กระแสเงินสด สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของ อัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง (RCP) ได้เพียงร้อยละ 2.8 ขณะที่อีกร้อยละ 97.2 เกิดขึ้น จากปัจจัยอื่น พร้อมทั้งยังพบความแปรปรวนเกิดขึ้น เป็นผลมาจากตัวแปรควบคุม โดยตัวแปร กำไร ต่อหุ้น (EPS) เป็นตัวแปรที่มีอิทธิพลต่อ อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) ที่ระดับนัยสำคัญ .01

## กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ

### การทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรโดยสถิติเพียร์สัน

ตาราง 4.11 การทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปร โดยสถิติเพียร์สัน ของกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ

	BMS	INS	FIS	EMS	CFO	CFI	CFF	SDY	RCP	ROE	BNA	EPS
BMS	1	-.051	.019	.083	-.008	-.034	-.021	-.128*	.135*	.041	.096	.025
INS	-.051	1	.514**	-.034	.298**	-.196**	-.212**	.190**	-.072	.034	-.046	-.126*
FIS	.019	.514**	1	-.057	.196**	.134*	-.081	.200**	.332**	.170**	-.052	-.045
EMS	.083	-.034	-.057	1	.228**	.131*	.180**	-.027	-.025	-.093	.179**	-.101
CFO	.008	.298**	.196**	-.228**	1	-.640**	-.752**	-.054	.018	.186**	-.079	-.006
CFI	.034	-.196**	-.134*	.131*	-.640**	1	.330**	.013	.006	-.135*	.070	.026
CFF	-.021	-.212**	-.018	.180	-.752**	.330**	1	.025	-.028	-.142*	.047	-.015
SDY	-.128*	.190**	.200**	-.027	-.054	.013	.025	1	-.012	.238**	-.049	-.052
RCP	.135*	-.072	.332**	-.025	.018	.006	-.028	-.012	1	.207**	.232**	.240**
ROE	-.041	.034	.170**	-.093	.186**	-.135*	-.142*	.238**	.207**	1	.006	.139*
BNA	.096	-.046	-.052	.179	-.079	.070	.047	-.049	.232**	.006	1	.132*
EPS	.025	-.126*	-.045	-.101	-.006	.026	-.015	-.052	.240**	.139*	.132*	1

\* ระดับนัยสำคัญที่ 0.05 \*\* ระดับนัยสำคัญที่ 0.01

จากตาราง 4.11 พบว่า ตัวแปรทั้งหมด 12 ตัวแปร ไม่มีความสัมพันธ์กัน โดยพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สันน้อยกว่า 0.80 ( $r < 0.80$ ) มีบางตัวแปรที่มีความสัมพันธ์และความสัมพันธ์อยู่ในระดับน้อยหรือปานกลาง และเพื่อให้การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระมีความชัดเจนยิ่งขึ้น ผู้วิจัยจึงได้ทำการวิเคราะห์ในขั้นตอนที่ 2 โดยพิจารณาค่า Tolerance และค่า VIF ซึ่งผลวิเคราะห์ที่ได้แสดงในตาราง 4.8

ตาราง 4.12 ค่า Tolerance และ ค่า VIF ของกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ

ตัวแปร	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
BMS	.963	1.039
INS	.646	1.548
FIS	.699	1.432
EMS	.861	1.162
CFO	.240	4.163
CFI	.524	1.908
CFF	.387	2.586
BNA	.904	1.106
EPS	.932	1.073

จากตาราง 4.12 ผลการทดสอบ พบว่า มีบางตัวแปรที่มีความสัมพันธ์และความสัมพันธ์อยู่ในระดับน้อยหรือปานกลาง แสดงว่ามีความเป็นไปได้ที่จะสามารถทำการทดสอบสถิติการทดสอบการถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression) ตัวแปรอิสระทั้งหมดทุกตัวแปร มีค่า Tolerance ต่ำสุดเท่ากับ .240 ซึ่งสูงกว่าเกณฑ์ขั้นต่ำที่ต้องมากกว่า 0.1 ส่วน VIF มีค่าสูงสุดเท่ากับ 4.163 ซึ่งน้อยกว่า 5 จึงเป็นการยืนยันผลการวิเคราะห์ในขั้นตอนแรกจากการทำสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน (Pearson Product Moment Correlation Coefficient) ดังนั้น จึงสรุปได้ว่า ตัวแปรอิสระทั้งหมดไม่มีความสัมพันธ์กัน และมีความเหมาะสมที่จะนำไปวิเคราะห์การถดถอยพหุ (Multiple Regression Analysis)

## ผลการวิเคราะห์ข้อมูลทั่วไป

### ส่วนที่ 1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา ของกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ ได้แก่ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่ง

ประเทศไทย ทั้งสิ้น 255 ตัวอย่าง ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน และ กระแสเงินสด จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังตาราง 4.13

ตารางที่ 4.13 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (N=255)

	Min	Max	$\bar{X}$	SD
BMS	12.840	435.440	60.674	36.259
INS	.000	28.390	4.627	5.939
FIS	.000	48.955	10.255	14.064
EMS	-.020	103.820	18.498	19.829
CFO	-9928.647	46157.950	2567.962	7014.144
CFI	-29040.000	14009.209	-1507.087	4144.237
CFE	-30119.510	24359.829	-990.834	5185.855
SDY	.000	13.110	1.854	2.308
RCP	.330	1072.000	45.904	131.939
ROE	-128.86	81.270	5.885	21.911
BNA	3.000	44.000	20.176	7.684
EPS	-7.150	158.020	3.152	15.501

จากตาราง 4.13 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเฉลี่ยแล้วอยู่ 60.674 มีอัตรา สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ต่ำสุดอยู่ที่ 12.840 และสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่สูงสุดอยู่ที่ 435.440 โดยมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 36.259

สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยเฉลี่ยแล้วอยู่ที่ 4.627 สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันต่ำสุดที่ .000 สัดส่วน การและถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันสูงสุดที่ 28.390 โดยมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 5.939

สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยเฉลี่ยแล้วอยู่ที่ 10.255 สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติต่ำสุดที่ .000 และ สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติสูงสุดที่ 48.955 โดยมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 14.064

สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยเฉลี่ยแล้วอยู่ที่ 18.498 สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารต่ำสุดที่ -.020 และสัดส่วนการถือหุ้น ของผู้บริหารสูงสุดที่ 103.820 โดยมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 19.829

กระแสเงินสดจากการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยเฉลี่ยแล้วอยู่ที่ 2567.962 กระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่ำสุดที่ -9982.647 และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานสูงสุดที่ 46157.950 โดยมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 7014.144

กระแสเงินสดจากการลงทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยเฉลี่ยแล้วอยู่ที่ -1507.087 กระแสเงินสดจากการลงทุนต่ำสุดที่ -29040.000 และกระแสเงินสดจากการลงทุนสูงสุดที่ 14009.209 โดยมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 4144.237

กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยเฉลี่ยแล้วอยู่ที่ -990.834 กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินต่ำสุดที่ -30119.510 และกระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสูงสุดที่ 24359.829 โดยมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 5185.855

อัตราผลตอบแทนเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยเฉลี่ยแล้วอยู่ที่ 1.854 อัตราผลตอบแทนเงินปันผลต่ำสุดที่ 0.000 และอัตราผลตอบแทนเงินปันผลสูงสุดที่ 13.110 โดยมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 2.308

อัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลงของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยเฉลี่ยแล้วอยู่ที่ 45.904 อัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลงต่ำสุดที่ 0.330 และอัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลงผลสูงสุดที่ 1072.000 โดยมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 131.939

อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยเฉลี่ยแล้วอยู่ที่ 5.885 อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นต่ำสุดที่ -128.860 และอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นผลสูงสุดที่ 81.270 โดยมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 21.911

อายุของธุรกิจของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยเฉลี่ยแล้วอยู่ที่ 20.176 อายุของธุรกิจต่ำสุดที่ 3.000 และอายุของธุรกิจสูงสุดที่ 44.000 โดยมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 7.664

กำไรต่อหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยเฉลี่ยแล้วอยู่ที่ 3.152 กำไรต่อหุ้นต่ำสุดที่ -7.150 และกำไรต่อหุ้นสูงสุดที่ 158.020 โดยมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 15.501

### การทดสอบสมมติฐานของกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ

สมมติฐานที่ 7 โครงสร้างเงินทุน มีผลกระทบต่อ อัตราผลตอบแทนเงินปันผล (SDY) ของกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ

สมการการทดสอบสมมติฐานสมการที่ 7

$$SDY = \beta_0 + \beta_1(BMS) + \beta_2(INS) + \beta_3(FIS) + \beta_4(EMS) + \beta_5(BNA) + \beta_6(EPS) + e \dots \dots \dots (7)$$

ตาราง 4.14 ตารางแสดงผลการทดสอบผลกระทบของตัวแปรชุดโครงสร้างเงินทุนที่มีต่ออัตราผลตอบแทนเงินปันผล (SDY) ของกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ โดยมีตัวแปรอายุของธุรกิจ (BNA) กำไรต่อหุ้น (EPS) เป็นตัวแปรควบคุม

Model		Unstandardized		Standardized		Collinearity		
		Coefficients		Coefficients		Statistics		
		B	Std. Error	Beta	t	Sig.	Tolerance	VIF
1	(Constant)	2.025	.475		4.262	.000		
	BMS	-.007	.004	-.117	-1.886	.060	.984	1.016
	INS	.042	.028	.108	1.504	.134	.724	1.381
	FIS	.023	.012	.139	1.943	.050*	.734	1.363
	EMS	.000	.007	-.005	-.077	.939	.945	1.058
	BNA	-.006	.019	-.021	-.328	.743	.938	1.066
	EPS	-.004	.009	-.027	-.431	.666	.951	1.052

Adjusted R Square = 0.043, F = 2.919, Sig. = .009, R Square = 0.066

หมายเหตุ. \* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05

SDY = .023(FIS) .....(7)

จากตาราง 4.14 ผลการทดสอบ พบว่า ค่า Variance Inflation Factors (VIF) ซึ่งค่าที่ได้ไม่เกิน 5 แสดงว่าตัวแปรอิสระไม่มีความสัมพันธ์กันเอง ทำให้สามารถทดสอบด้วยสถิติการถดถอยแบบพหุคูณได้ ทั้งนี้ตัวแปรชุดที่ 1 โครงสร้างเงินทุน ประกอบด้วย สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (BMS) สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (INS) สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (EMS) ไม่มีผลกระทบต่อ อัตราผลตอบแทนเงินปันผล (SDY) ของกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ

ขณะที่ สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ (FIS) มีผลกระทบต่อ อัตราผลตอบแทนเงินปันผล (SDY) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 โดยตัวแปรสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ (FIS) สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนเงินปันผล (SDY) ได้ร้อยละ 4.3 ขณะที่อีก ร้อยละ 95.7 เกิดขึ้นจากปัจจัยอื่น ทั้งนี้ยังไม่พบความแปรปรวนเกิดขึ้น แสดงได้ว่าตัวแปรควบคุม ประกอบด้วย อายุของธุรกิจ (BNA) กำไรต่อหุ้น (EPS) ไม่มีอิทธิพลต่อ อัตราผลตอบแทนเงินปันผล (SDY) ของกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ

**สมมติฐานที่ 8** โครงสร้างเงินทุน มีผลกระทบต่อ อัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง (RCP) ของกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ

**สมการการทดสอบสมมติฐานสมการที่ 8**



$$RCP = \beta_0 + \beta_1(BMS) + \beta_2(INS) + \beta_3(FIS) + \beta_4(EMS) + \beta_5(BNA) + \beta_6(EPS) + e \dots \dots \dots (8)$$

ตาราง 4.15 ตารางแสดงผลการทดสอบผลกระทบของตัวแปรชุดโครงสร้างเงินทุนที่มีต่ออัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง (RCP) ของกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ โดยมีตัวแปรอายุของธุรกิจ (BNA) กำไรต่อหุ้น (EPS) เป็นตัวแปรควบคุม

Model		Unstandardized		Standardized		Collinearity Statistics		
		B	Std. Error	Beta	t	Sig.	Tolerance	VIF
1	(Constant)	-71.725	23.539		-3.047	.003		
	BMS	.389	.195	.107	1.991	.048*	.984	1.016
	INS	-6.454	1.389	-.291	-4.647	.000*	.724	1.381
	FIS	4.698	.583	.501	8.063	.000*	.734	1.363
	EMS	-.228	.364	-.034	-.627	.531	.945	1.058
	BNA	3.709	.943	.216	3.933	.000*	.938	1.066
	EPS	1.627	.464	.191	3.504	.001*	.951	1.052

Adjusted R Square = -.0281, F = 17.554, Sig. = .000, R square = .298

หมายเหตุ. \* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05

$$RCP = .107BMS) + -.291(INS) + .501(FIS) + .216(BNA) + .191(EPS) \dots \dots \dots (8)$$

จากตาราง 4.15 ผลการทดสอบ พบว่า ค่า Variance Inflation Factors (VIF) ซึ่งค่าที่ได้ไม่เกิน 5 แสดงว่าตัวแปรอิสระไม่มีความสัมพันธ์กันเอง ทำให้สามารถทดสอบด้วยสถิติการถดถอยแบบพหุคูณได้ ทั้งนี้ตัวแปรชุดที่ 1 โครงสร้างเงินทุน ประกอบด้วย สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (BMS) สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (INS) สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ (FIS) มีผลกระทบต่อ อัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง (RCP) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 โดยตัวแปรสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (INS) สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง (RCP) ได้ร้อยละ 28.1 ขณะที่อีกร้อยละ 71.9 เกิดขึ้นจากปัจจัยอื่น

ทั้งนี้ยังพบความแปรปรวนเกิดขึ้น ผลมาจากตัวแปรควบคุม ประกอบด้วย อายุของธุรกิจ (BNA) กำไรต่อหุ้น (EPS) มีอิทธิพลต่อ อัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง (RCP) ของกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ

ขณะที่ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (EMS) ไม่มีผลกระทบต่อ อัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง (RCP)

**สมมติฐานที่ 9** โครงสร้างเงินทุน มีผลกระทบต่อ อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) ของกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ

**สมการการทดสอบสมมติฐานสมการที่ 9**

$$ROE = \beta_0 + \beta_1(BMS) + \beta_2(INS) + \beta_3(FIS) + \beta_4(EMS) + \beta_5(BNA) + \beta_6(EPS) + e \dots \dots \dots (9)$$

**ตาราง 4.16** ตารางแสดงผลการทดสอบผลกระทบของตัวแปรชุดโครงสร้างเงินทุนที่มีต่ออัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) ของกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ โดยมีตัวแปรอายุของธุรกิจ (BNA) กำไรต่อหุ้น (EPS) เป็นตัวแปรควบคุม

Model	Unstandardized		Standardized		Collinearity Statistics		
	B	Std. Error	Beta	t	Sig.	Tolerance	VIF
1 (Constant)	5.186	4.526		1.146	.253		
BMS	-.024	.038	-.039	-.629	.530	.984	1.016
INS	-.210	.267	-.057	-.786	.433	.724	1.381
FIS	.314	.112	.202	2.804	.005*	.734	1.363
EMS	-.076	.070	-.069	-1.085	.279	.945	1.058
BNA	.034	.181	.012	.189	.850	.938	1.066
EPS	.188	.089	.133	2.110	.036*	.951	1.052

Adjusted R Square = -0.036, F = 2.593, Sig. = .019, R square = .059

หมายเหตุ. \* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05

$$ROE = +.202(FIS) + .133(EPS) \dots \dots \dots (9)$$

จากตาราง 4.16 ผลการทดสอบ พบว่า ค่า Variance Inflation Factors (VIF) ซึ่งค่าที่ได้ไม่เกิน 5 แสดงว่าตัวแปรอิสระไม่มีความสัมพันธ์กันเอง ทำให้สามารถทดสอบด้วยสถิติการถดถอยแบบพหุคูณได้ ทั้งนี้ตัวแปรชุดที่ 1 โครงสร้างเงินทุน ประกอบด้วย สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (BMS) สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (INS) สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (EMS) ไม่มีผลกระทบต่อ อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) ของกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ

ทั้งนี้ยังไม่พบความแปรปรวนเกิดขึ้นจากตัวแปรควบคุม ประกอบด้วย อายุของธุรกิจ (BNA) กำไรต่อหุ้น (EPS) แสดงได้ว่า อายุของธุรกิจ (BNA) กำไรต่อหุ้น (EPS) ไม่มีอิทธิพลต่อ อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) ของกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ

ขณะที่ สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ (FIS) มีผลกระทบต่อ อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 โดยตัวแปรสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ (FIS)

สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) ได้ร้อยละ 3.6 ขณะที่อีกร้อยละ 96.4 เกิดขึ้นจากปัจจัยอื่น

**สมมติฐานที่ 10** กระแสเงินสด มีผลกระทบต่อ อัตราผลตอบแทนเงินปันผล (SDY) ของกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ

**สมการการทดสอบสมมติฐานสมการที่ 10**

$$SDY = \beta_0 + \beta_1(CFO) + \beta_2(CFI) + \beta_3(CFF) + e \dots \dots \dots (10)$$

**ตาราง 4.17** ตารางแสดงผลการทดสอบผลกระทบของตัวแปรชุดกระแสเงินสด มีต่ออัตราผลตอบแทนเงินปันผล (SDY) ของกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ โดยมีตัวแปรอายุของธุรกิจ (BNA) กำไรต่อหุ้น (EPS) เป็นตัวแปรควบคุม

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		Collinearity Statistics		
		B	Std. Error	Beta	t	Sig.	Tolerance	VIF
1	(Constant)	2.207	.420		5.260	.000		
	CFO	.000	.000	-.131	-1.064	.288	.262	3.813
	CFI	.000	.000	-.047	-.549	.583	.538	1.859
	CFF	.000	.000	-.056	-.564	.574	.396	2.525
	BNA	-.014	.019	-.047	-.736	.462	.976	1.025
	EPS	-.007	.009	-.047	-.731	.465	.982	1.019

Adjusted R Square = -0.010, F = .493, Sig. = .781, R Square = .010

จากตาราง 4.17 ผลการทดสอบ พบว่า ค่า Variance Inflation Factors (VIF) ซึ่งค่าที่ได้ไม่เกิน 5 แสดงว่าตัวแปรอิสระไม่มีความสัมพันธ์กันเอง ทำให้สามารถทดสอบด้วยสถิติการถดถอยแบบพหุคูณได้ ทั้งนี้ตัวแปรชุดที่ 2 กระแสเงินสด ประกอบด้วย กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CFO) กระแสเงินสดจากการลงทุน (CFI) กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน (CFF) ไม่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนเงินปันผล (SDY) ของกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ

ทั้งนี้สาเหตุพบว่าการทดสอบชุดที่ 2 กระแสเงินสด สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนเงินปันผล (SDY) ได้เพียงร้อยละ 1 ขณะที่อีกร้อยละ 99 เกิดขึ้นจากปัจจัยอื่น พร้อมทั้งไม่เกิดความแปรปรวน ดังนั้นจึงแสดงได้ว่ากระแสเงินสด ไม่มีผลกระทบต่อ อัตราผลตอบแทนเงินปันผล (SDY) ของกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ

**สมมติฐานที่ 11** กระแสเงินสด มีผลกระทบต่อ อัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง (RCP) ของกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ

**สมการการทดสอบสมมติฐานสมการที่ 11**

$$RCP = \beta_0 + \beta_1(CFO) + \beta_2(CFI) + \beta_3(CFF) + e \dots \dots \dots (11)$$

**ตาราง 4.18** ตารางแสดงผลการทดสอบผลกระทบของตัวแปรชุดกระแสเงินสด มีต่ออัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง (RCP) ของกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ โดยมีตัวแปรอายุของธุรกิจ (BNA) กำไรต่อหุ้น (EPS) เป็นตัวแปรควบคุม

Model		Unstandardized		Standardized		Collinearity Statistics		
		B	Std. Error	Beta	t	Sig.	Tolerance	VIF
1	(Constant)	-32.913	22.864		-1.440	.151		
	CFO	.001	.002	.034	.287	.774	.262	3.813
	CFI	.000	.003	.011	.138	.890	.538	1.859
	CFF	.000	.002	-.013	-.131	.896	.396	2.525
	BNA	3.555	1.045	.207	3.402	.001**	.976	1.025
	EPS	1.806	.516	.212	3.496	.001**	.982	1.019

Adjusted R Square = 0.082, F = 5.533, Sig. = .000, R Square = .100

จากตาราง 4.18 ผลการทดสอบ พบว่า ค่า Variance Inflation Factors (VIF) ซึ่งค่าที่ได้ไม่เกิน 5 แสดงว่าตัวแปรอิสระไม่มีความสัมพันธ์กันเอง ทำให้สามารถทดสอบด้วยสถิติการถดถอยแบบพหุคูณได้ ทั้งนี้ตัวแปรชุดที่ 2 กระแสเงินสด ประกอบด้วยกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CFO) กระแสเงินสดจากการลงทุน (CFI) กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน (CFS) ไม่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง (RCP) ของกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ

ทั้งนี้สาเหตุพบว่าการทดสอบชุดที่ 2 กระแสเงินสด สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง (RCP) ได้เพียงร้อยละ 8.2 ขณะที่อีกร้อยละ 91.8 เกิดขึ้นจากปัจจัยอื่น พร้อมทั้งไม่เกิดความแปรปรวน ดังนั้นจึงแสดงได้ว่า กระแสเงินสด อายุของธุรกิจ (BNA) และกำไรต่อหุ้น (EPS) ไม่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง (RCP) ของกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ

**สมมติฐานที่ 12** กระแสเงินสด มีผลกระทบต่อ อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) ของกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ

## สมการการทดสอบสมมติฐานสมการที่ 12

$$ROE = \beta_0 + \beta_1(CFO) + \beta_2(CFI) + \beta_3(CFF) + e \dots \dots \dots (12)$$

ตาราง 4.19 ตารางแสดงผลการทดสอบผลกระทบของตัวแปรชุดกระแสเงินสด มีต่ออัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) ของกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ โดยมีตัวแปรอายุของธุรกิจ (BNA) กำไรต่อหุ้น (EPS) เป็นตัวแปรควบคุม

Model		Unstandardized		Standardized		Collinearity Statistics		
		B	Std. Error	Beta	t	Sig.	Tolerance	VIF
1	(Constant)	3.539	3.891		.910	.364		
	CFO	.000	.000	.156	1.298	.196	.262	3.813
	CFI	.000	.000	-.036	-.424	.672	.538	1.859
	CFF	.000	.000	-.010	-.106	.915	.396	2.525
	BNA	.007	.178	.002	.039	.969	.976	1.025
	EPS	.198	.088	.140	2.254	.025	.982	1.019

Adjusted R Square = -0.036, F = 2.886, Sig. = .015, R Square = .055

จากตาราง 4.19 ผลการทดสอบ พบว่า ค่า Variance Inflation Factors (VIF) ซึ่งค่าที่ได้ไม่เกิน 5 แสดงว่าตัวแปรอิสระไม่มีความสัมพันธ์กันเอง ทำให้สามารถทดสอบด้วยสถิติการถดถอยแบบพหุคูณได้ ทั้งนี้ตัวแปรชุดที่ 2 กระแสเงินสด ประกอบด้วยกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CFO) กระแสเงินสดจากการลงทุน (CFI) กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน (CFS) ไม่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) ของกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ

ทั้งนี้สาเหตุพบว่าการทดสอบชุดที่ 2 กระแสเงินสด สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง (RCP) ได้เพียงร้อยละ 3.6 ขณะที่อีกร้อยละ 96.4 เกิดขึ้นจากปัจจัยอื่น พร้อมทั้งไม่เกิดความแปรปรวน ดังนั้นจึงแสดงได้ว่า กระแสเงินสด อายุของธุรกิจ (BNA) กำไรต่อหุ้น (EPS) ไม่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) ของกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ

ตาราง 20 สรุปผลการทดสอบสมมติฐาน

	สมมติฐาน	ผลการทดสอบ สมมติฐาน
H1	โครงสร้างเงินทุน ได้แก่ สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (INS) สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ (FIS) สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (EMS) มีผลกระทบต่อ อัตราผลตอบแทนเงินปันผล (SDY) ในขณะที่สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (BMS) อายุของธุรกิจ (BNA) และกำไรต่อหุ้น (EPS) ไม่มีผลกระทบต่อ อัตราผลตอบแทนเงินปันผล (SDY)	ยอมรับ
H2	โครงสร้างเงินทุน ได้แก่ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (BMS) สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (INS) สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ (FIS) อายุของธุรกิจ (BNA) และกำไรต่อหุ้น (EPS) มีผลกระทบต่อ อัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง (RCP) ในขณะที่ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (EMS) ไม่มีผลกระทบต่อ อัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง (RCP)	ยอมรับ
H3	โครงสร้างเงินทุน ได้แก่ สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (INS) สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ (FIS) สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (EMS) และกำไรต่อหุ้น (EPS) มีผลกระทบต่อ อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) ในขณะที่สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (BMS) และอายุของธุรกิจ (BNA) ไม่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE)	ยอมรับ
H4	กระแสเงินสด ได้แก่ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CFO) กระแสเงินสดจากการลงทุน (CFI) กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน (CFS) อายุของธุรกิจ (BNA) และกำไรต่อหุ้น (EPS) ไม่มีผลกระทบต่อ อัตราผลตอบแทนเงินปันผล (SDY)	ไม่ยอมรับ

ตาราง 20 (ต่อ) สรุปผลการทดสอบสมมติฐาน

	สมมติฐาน	ผลการทดสอบ สมมติฐาน
H5	กระแสเงินสด ได้แก่ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CFO) กระแสเงินสดจากการลงทุน (CFI) กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน (CFS) ไม่มีผลกระทบต่อ อัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง (RCP) ในขณะที่อายุของธุรกิจ (BNA) และกำไรต่อหุ้น (EPS) มีผลกระทบต่อ อัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง (RCP)	ไม่ยอมรับ
H6	กระแสเงินสด ได้แก่ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CFO) กระแสเงินสดจากการลงทุน (CFI) กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน (CFS) และอายุของธุรกิจ (BNA) ไม่มีผลกระทบต่อ อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) ในขณะที่ กำไรต่อหุ้น (EPS) มีผลกระทบต่อ อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE)	ไม่ยอมรับ
H7	โครงสร้างเงินทุน ได้แก่ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (BMS) สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (INS) สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ (FIS) สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (EMS) อายุของธุรกิจ (BNA) และกำไรต่อหุ้น (EPS) ไม่มีผลกระทบต่อ อัตราผลตอบแทนเงินปันผล (SDY) ของกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ	ไม่ยอมรับ
H8	โครงสร้างเงินทุน ได้แก่ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (BMS) สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (INS) สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ (FIS) อายุของธุรกิจ (BNA) และกำไรต่อหุ้น (EPS) มีผลกระทบต่อ อัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง (RCP) ของกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ ในขณะที่สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (EMS) ไม่มีผลกระทบต่อ อัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง (RCP) ของกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ	ยอมรับ

ตาราง 20 (ต่อ) สรุปผลการทดสอบสมมติฐาน

	สมมติฐาน	ผลการทดสอบ สมมติฐาน
H9	โครงสร้างเงินทุน ได้แก่ สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ (FIS) สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (EMS) และกำไรต่อหุ้น (EPS) มีผลกระทบต่อ อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) ของกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ ในขณะที่ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (BMS) สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (INS) และอายุของธุรกิจ (BNA) ไม่มีผลกระทบต่อ อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) ของกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ	ยอมรับ
H10	กระแสเงินสด ได้แก่ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CFO) กระแสเงินสดจากการลงทุน (CFI) กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน (CFS) อายุของธุรกิจ (BNA) และกำไรต่อหุ้น (EPS) ไม่มีผลกระทบ มีผลกระทบต่อ อัตราผลตอบแทนเงินปันผล (SDY) ของกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ	ไม่ยอมรับ
H11	กระแสเงินสด ได้แก่ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CFO) กระแสเงินสดจากการลงทุน (CFI) กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน (CFS) อายุของธุรกิจ (BNA) และกำไรต่อหุ้น (EPS) ไม่มีผลกระทบ อัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง (RCP) ของกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ	ไม่ยอมรับ
H12	กระแสเงินสด ได้แก่ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CFO) กระแสเงินสดจากการลงทุน (CFI) กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน (CFS) ไม่มีผลกระทบ มีผลกระทบต่อ อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) ของกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ ในขณะที่อายุของธุรกิจ (BNA) และกำไรต่อหุ้น (EPS) มีผลกระทบต่อ อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE)	ไม่ยอมรับ



## สรุป

สำหรับเนื้อหาในบทที่ 4 การนำเสนอผลการวิเคราะห์ข้อมูล จะแสดงให้เห็นถึงรายละเอียดของการวิเคราะห์และผลที่ได้จากการวิเคราะห์ข้อมูล โดยผู้วิจัยได้กำหนดตัวย่อของชื่อตัวแปรที่ทำการศึกษาในการนำเสนอผลการวิเคราะห์ข้อมูล ผลการทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรโดยใช้สถิติเพียร์สัน ผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัย และสรุปผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัย โดยผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัย พบว่า สมมติฐานมีทั้งไม่มีผลกระทบและมีผลกระทบ โดยผู้วิจัยจะนำมาสรุปพร้อมอภิปรายผลในบทที่ 5 ต่อไป

## บทที่ 5

### สรุป อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

การวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยได้สรุปผลการวิจัย การอภิปรายผลที่ได้จากการวิเคราะห์ รวมทั้งนำเสนอข้อจำกัดในงานวิจัยและข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต ซึ่งมีรายละเอียด ดังนี้

#### สรุปผลการวิจัย

ผู้วิจัยสรุปผลการวิจัยตามวัตถุประสงค์และสมมติฐาน ซึ่งการวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์ 4 ประเด็น สามารถสรุปผลการวิจัยตามวัตถุประสงค์ได้ ดังนี้

(1) ศึกษาผลกระทบ โครงสร้างเงินทุน กระแสเงินสด ที่มีต่ออัตราผลตอบแทนเงินปันผลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ดังนั้น เพื่อให้ได้คำตอบในงานวิจัยตามวัตถุประสงค์ข้อที่ 1 ผู้วิจัยจึงกำหนดสมมติฐานการวิจัยด้วยสมมติฐานที่ 1 และสมมติฐานที่ 4 สามารถสรุปผลการทดสอบสมมติฐาน ดังกล่าวได้ ดังนี้

ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 1 ด้วยวิธีการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร มีผลกระทบต่อ อัตราผลตอบแทนเงินปันผล ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ในขณะที่สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ อายุของธุรกิจ และกำไรต่อหุ้น ไม่มีผลกระทบต่อ อัตราผลตอบแทนเงินปันผล

ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 4 ด้วยวิธีการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ พบว่า กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน กระแสเงินสดจากการลงทุน กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน อายุของธุรกิจ และกำไรต่อหุ้น ไม่มีผลกระทบต่อ อัตราผลตอบแทนเงินปันผล ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ

(2) ศึกษาผลกระทบ โครงสร้างเงินทุน กระแสเงินสด ที่มีต่ออัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลงของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ดังนั้น เพื่อให้ได้คำตอบวิจัยด้วย สมมติฐานที่ 2 และสมมติฐานที่ 5 สามารถสรุปผลการทดสอบสมมติฐาน ดังกล่าวได้ ดังนี้

ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 2 ด้วยวิธีการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ อายุของธุรกิจ และกำไรต่อหุ้น มีผลกระทบต่อ อัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ในขณะที่สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร ไม่มีผลกระทบต่อ อัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง

ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 5 ด้วยวิธีการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ พบว่า กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน กระแสเงินสดจากการลงทุน กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน อายุของธุรกิจ และกำไรต่อหุ้น ไม่มีผลกระทบต่อ อัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ

(3) ศึกษาผลกระทบ โครงสร้างเงินทุนกระแสเงินสด ที่มีต่ออัตราผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ดังนั้น เพื่อให้ได้คำตอบในงานวิจัยตามวัตถุประสงค์ข้อที่ 3 ผู้วิจัยจึงกำหนดสมมติฐานการวิจัยด้วยสมมติฐานที่ 3 และสมมติฐานที่ 6 สามารถสรุปผลการทดสอบสมมติฐาน ดังกล่าวได้ดังนี้

ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 3 ด้วยวิธีการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร และกำไรต่อหุ้น มีผลกระทบต่อ อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ในขณะที่สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และอายุของธุรกิจ ไม่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น

ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 6 ด้วยวิธีการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ พบว่า กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน กระแสเงินสดจากการลงทุน กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน และอายุของธุรกิจ ไม่มีผลกระทบต่อ อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น ในขณะที่ กำไรต่อหุ้น มีผลกระทบต่อ อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ

(4) ศึกษาผลกระทบ โครงสร้างเงินทุน และกระแสเงินสดที่มีต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ

ดังนั้น เพื่อให้ได้คำตอบในงานวิจัยตามวัตถุประสงค์ข้อที่ 4 ผู้วิจัยจึงกำหนดสมมติฐานการวิจัยด้วยสมมติฐานที่ 7 สมมติฐานที่ 8 สมมติฐานที่ 9 สมมติฐานที่ 10 สมมติฐานที่ 11 สมมติฐานที่ 12 สามารถสรุปผลการทดสอบสมมติฐาน ดังกล่าวได้ ดังนี้

ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 7 ด้วยวิธีการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร อายุของธุรกิจ และกำไรต่อหุ้น ไม่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนเงินปันผล (SDY) ของกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ

ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 8 ด้วยวิธีการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ อายุของธุรกิจ และกำไรต่อหุ้น มีผลกระทบต่อ อัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง ของกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ในขณะที่สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร ไม่มีผลกระทบต่อ อัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง ของกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ

ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 9 ด้วยวิธีการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร และกำไรต่อหุ้น มีผลกระทบต่อ อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น ของกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ในขณะที่ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน และอายุของธุรกิจ ไม่มีผลกระทบต่อ อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น ของกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ

ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 10 ด้วยวิธีการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ พบว่า กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน กระแสเงินสดจากการลงทุน กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน อายุของธุรกิจ และกำไรต่อหุ้น ไม่มีผลกระทบ มีผลกระทบต่อ อัตราผลตอบแทนเงินปันผล ของกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ

ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 11 ด้วยวิธีการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ พบว่า กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน กระแสเงินสดจากการลงทุน กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน อายุของธุรกิจ และกำไรต่อหุ้น ไม่มีผลกระทบ อัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง ของกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ

ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 12 ด้วยวิธีการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ พบว่า กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน กระแสเงินสดจากการลงทุน กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน ไม่มีผลกระทบ มีผลกระทบต่อ อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น ของกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ ในขณะที่อายุของธุรกิจ และกำไรต่อหุ้น มีผลกระทบต่อ อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ

### การอภิปรายผลการวิจัย

ข้อค้นพบที่ได้จากการวิจัยครั้งนี้ เป็นไปตามสมมติฐานและวัตถุประสงค์ในการวิจัย โดยผลการวิจัยทั้งหมด ผู้วิจัยได้สรุปไว้ในตาราง 16 ซึ่งมีประเด็นสำคัญที่นำมาอภิปราย ดังนี้

#### โครงสร้างเงินทุน

ผลการวิเคราะห์ของหน่วยวิเคราะห์ทั้งหมดจากกลุ่มตัวอย่าง พบว่า โครงสร้างเงินทุนในด้านสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร มีผลกระทบเชิงบวก ต่ออัตราผลตอบแทนเงินปันผลที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือ ผู้ถือหุ้นสถาบันมีส่วนช่วยในเรื่องการตรวจสอบติดตามผลการดำเนินงานของกิจการ ทำหน้าที่เสมือนในฐานะเป็นตัวสอดส่องและยับยั้งพฤติกรรมฉกฉวยโอกาสของผู้บริหาร แต่ผู้บริหารมองนักลงทุนประเภทนี้เป็นตัวแทนการใช้หนี้สิน และการกระตุ้นการจ่ายเงินปันผลเพื่อลดปัญหาตัวแทนข้อค้นพบนี้สอดคล้องกับการทบทวนวรรณกรรมที่ว่า ผู้ถือหุ้นสถาบันมีผลกระทบทางลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับผลการดำเนินงานของบริษัทและอัตราผลตอบแทนเงินปันผลในตลาดหลักทรัพย์ประเทศฝรั่งเศส (Charfeddine & Elmarzougui, 2010 : Ting, 2013 : HU & Wang, 2014, รณชัย ชูประสูตร, 2556) สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติที่มีอำนาจในการบริหารงานจะช่วยลดปัญหาความขัดแย้งระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้นรายอื่น มีผลต่อผลการดำเนินงานของกิจการ และอัตราผลตอบแทนเงินปันผล สอดคล้องกับงานวิจัยในอดีตที่ว่า การที่มีสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติเข้าร่วมลงทุนในกิจการสูง จะมีการนำเทคโนโลยีจากต่างประเทศเข้ามาและยังช่วยขยายฐานลูกค้าไปยังต่างประเทศอีกด้วย (ประภพ ฌ นรงค์, 2549) สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารมีผลต่ออัตราเงินปันผลตอบแทน ผู้บริหารที่เป็นผู้ถือหุ้นหรือเจ้าของกิจการ จะมีอำนาจในการตัดสินใจในโครงการต่าง ๆ ได้ง่ายกว่า ผู้บริหารที่เป็นตัวแทน ส่งผลต่อผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการที่สูงขึ้นเนื่องด้วยผู้บริหารเหล่านี้จะมุ่งเน้นการสร้างกำไรเพื่อจะได้รับผลตอบแทนจากเงินปันผลที่มากขึ้น ในขณะที่การทบทวนวรรณกรรม พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตรารายจ่ายเงินปันผล (นารีรัตน์ อัสวชนาถ, 2558) โดยที่ของอายุกิจการและอัตรากำไรต่อหุ้น ไม่มีอิทธิพลต่อ โครงสร้างเงินทุน และอัตราผลตอบแทนเงินปันผล สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลงและอัตราผลตอบแทนผู้ถือ

หุ้นที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือ โครงสร้างพื้นฐานของบริษัทในประเทศไทยมีสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่อยู่ในระดับที่สูง โดยวัดจากสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับ คือบริษัทที่มีการกระจุกตัวสูงมากเท่าใด ทำให้อัตรากำไรปันผลตอบแทนอยู่ในระดับที่สูง เนื่องจากนักลงทุนจะมองว่าผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีสัดส่วนในการถือครองหุ้นในระดับที่สูง จึงต้องการส่วนแบ่งจากการลงทุนที่สูงเช่นเดียวกัน แสดงให้เห็นว่ากิจการที่มีอัตราผลตอบแทนสูงจะเป็นที่น่าสนใจของนักลงทุน โดยที่มีอายุของกิจการ และอัตรากำไรต่อหุ้นเป็นตัวช่วยในการกำหนดความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตราเงินปันผลตอบแทนหลักทรัพย์ และโครงสร้างเงินทุน นอกจากนี้ยังพบว่า อัตราการจ่ายเงินปันผลในอดีต ก็เป็นปัจจัยที่ส่งผลต่อเงินปันผลตอบแทนเช่นกัน (Abdelsalam et al, 2008 : Chen et al, 2005 : ปรากฏชลี สมภพโกภาเศรษฐ์, 2559) สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน และสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ มีอิทธิพลทางบวกต่อราคาหลักทรัพย์ แสดงได้ว่าราคาหลักทรัพย์ขึ้นลงตามโครงสร้างเงินทุนหลัก ซึ่งส่วนมากโครงสร้างเงินทุนหลักของบริษัทจดทะเบียนแห่งประเทศไทย จะประกอบด้วยบริษัท นอมีนิ เป็นตัวแทนของเจ้าของซึ่งไม่ได้มีการถือหุ้นจริง ๆ จึงไม่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล ในขณะที่ส่งผลต่อราคาเปลี่ยนแปลง เป็นข้อสังเกตให้พบว่า การดำเนินงานจริงกับนโยบายโครงสร้างเงินทุน มีความไม่สอดคล้องกัน ดังนั้นเมื่อพิจารณาผลการดำเนินงาน เช่น อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล ราคาที่เปลี่ยนแปลง และอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น โครงสร้างเงินทุนจึงไม่ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสอดคล้องกับงานวิจัยของ Zahra, Farhad and Babak (2013) และ Tiago (2013) โดยพบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าบริษัท โดยบริษัทที่มีอายุของกิจการนานอาจมีภาวะขาดทุนสะสมยาวนานตามไปด้วย

สำหรับการวิเคราะห์ห้กลุ่มย่อย จากกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ พบว่า โครงสร้างเงินทุน ไม่มีผลกระทบต่อ อัตราผลตอบแทนเงินปันผล และอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร ไม่มีผลกระทบต่อ อัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง ในขณะที่สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ มีอายุของธุรกิจ และกำไรต่อหุ้น มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลงที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือ บริษัทที่มีการกระจุกตัวของหุ้นสูงมากเท่าใด ก็จะทำให้ให้อัตรากำไรปันผลตอบแทนอยู่ในระดับที่สูง เนื่องจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีสัดส่วนในการถือครองหุ้นในระดับที่สูง มีอำนาจในการจัดการและบริหารงานมาก จึงต้องการส่วนแบ่งจากการลงทุนที่สูงมาก ธุรกิจที่มีอายุของการดำเนินกิจการมานานจะมีอัตรากำไรต่อหุ้นที่สูงตามไปด้วย ส่งผลต่ออัตราเงินปันผลตอบแทนที่สูงเช่นกัน (Abdelsalam et al, 2008: รัชชัย ชูประสูตร, 2556) ซึ่งอาจหมายถึงเมื่อบริษัทมีความสามารถในการทำกำไรเพิ่มขึ้นจะส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นตามไปด้วย (สุภาวลัย วงศ์ใหญ่, 2560)

### กระแสเงินสด

ผลการวิเคราะห์ของหน่วยวิเคราะห์ทั้งหมดจากกลุ่มตัวอย่าง รวมถึงการวิเคราะห์กลุ่มย่อย จากกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ พบว่า กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน กระแสเงินสดจากการลงทุน กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน ไม่มีผลกระทบต่อ อัตราผลตอบแทนเงินปันผล อัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง และอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือ อิทธิพลของกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน กระแสเงินสดจากการลงทุน กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน ไม่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนเงินปันผล อัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง และอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น เนื่องจากงบกระแสเงินสด คือข้อมูลที่สะท้อนผลการดำเนินงาน และสภาพคล่องของกิจการ รวมถึงความสามารถในการขยายทุนและความสามารถในการชำระหนี้ มากกว่าการแสดงผลการสร้างผลกำไรหรือมูลค่ากิจการ การค้นพบนี้ ยังพบประเด็นที่น่าสนใจในภาพรวม และขัดแย้งกับแนวคิดทฤษฎีของตะวันตก โดยพบว่า กระแสเงินสดไม่ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลและราคาที่เปลี่ยนแปลง เฉพาะในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สอดคล้องกับงานวิจัยของ Greenberg, Jonson and Ramesh (1986) พบว่า กระแสเงินสดจากการกิจกรรมการลงทุน กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน และกระแสเงินสดสุทธิ ไม่มีความสัมพันธ์และผลกระทบกับมูลค่าราคาตลาด ในขณะที่ กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสามารถอธิบายกระแสเงินสดในอนาคตได้ดีกว่าด้านอื่น ๆ สอดคล้องกับ Zerowin and Livnat (1990) พบว่า กระแสเงินสดจากการลงทุนไม่มีความสัมพันธ์และไม่สามารถอธิบายผลตอบแทนต่าง ๆ ของกิจการได้ และ Bradshaw Richardson and Slon (2006) พบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมการจัดหาเงินมีความสัมพันธ์เชิงลบหรือทิศทางตรงกันข้ามกับการพยากรณ์ผลการดำเนินงานขององค์กร กล่าวคือ เมื่อกิจการมีกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินสูงขึ้นส่งผลให้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ลดลง และจากการสัมภาษณ์ ผู้บริหารด้านการเงิน หรือผู้อำนวยการฝ่ายการเงินและบัญชี จำนวน 4 ท่าน ผลการวิเคราะห์มีความอึดอัด คือข้อมูลมีความสอดคล้องกัน โดยพบว่าการสัมภาษณ์ผู้บริหารด้านการเงิน หรือผู้อำนวยการฝ่ายการเงินและบัญชี ได้ให้ทัศนะว่า มีความเป็นไปได้ในเรื่องของการตกแต่งทางการบัญชี เช่น “การเอากำไรสะสมมาเป็นผลเพื่อรักษาระดับราคาหุ้น เงินกู้ยืมระยะสั้นจากผู้ถือหุ้น ไม่คิดดอกเบี้ยหรือคิดก็น้อยมาก ให้บริษัทในเครือกู้ยืมบันทึกดอกเบี้ยเพื่อเพิ่มรายได้” ซึ่งวิธีการดังกล่าวจึงทำให้งบกระแสเงินสดมีความผิดปกติและไม่ส่งผลกระทบต่อ อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลและราคาที่เปลี่ยนแปลง นอกจากนี้ยังมีวิธีการอื่น ๆ ที่อาจทำให้งบกระแสเงินสด ไม่มีอิทธิพลต่อ อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล และราคาที่เปลี่ยนแปลง เช่น ดังนี้ สงสัยจะสูญเพิ่มขึ้นเพื่อลดกำไรหากปีนั้นกำไรมากเกินไป ซื่อที่คืนโดยวางมัดจำแล้วขายให้ผู้ถือหุ้นทำให้บริษัทฯ มีกำไร โดยเรียกค่าบริหารจัดการกับบริษัท นอมีนี่ เพื่อสร้างรายได้เพิ่ม และเป็นการเพิ่มค่าใช้จ่ายให้กับบริษัท นอมีนี่ หรือจ้างที่ปรึกษาเพื่อเพิ่มรายจ่าย หรือทำการวิจัยพัฒนาผลิตภัณฑ์ R&D เพื่อเพิ่มค่าใช้จ่าย และทำการทยอยตัดค่าเสื่อม เป็นต้น

## ข้อเสนอแนะ

### ข้อเสนอแนะในการนำผลการวิจัยไปใช้

1. การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยการพิจารณาวิเคราะห์หรือคาดการณ์ผลตอบแทนจากตัวแปรโครงสร้างเงินทุนและกระแสเงินสดอาจไม่สามารถอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและกระแสเงินสดกับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้ชัดเจนมากขึ้น

2. การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ควรพิจารณาตัวแปรหรือตัวเลขทางการบัญชีที่สามารถสะท้อนอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ เช่น อัตราส่วนทางการเงินประเภทต่าง ๆ

### ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อไป

1. การศึกษาครั้งต่อไปควรดำเนินการศึกษาเชิงคุณภาพ โดยศึกษาเจาะลึกเพื่อให้ค้นคว้าและค้นพบตัวแปรใหม่ๆ ที่จะสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยการสัมภาษณ์เชิงลึกผู้มีประสบการณ์ด้านการเงินกับบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ก่อนที่จะทำการสรุปตัวแปรใหม่ๆ และทำการเก็บข้อมูลเพื่อทดสอบอีกครั้ง

2. การศึกษาครั้งต่อไปควรรวบรวมข้อมูลตัวแปรประเภทอัตราส่วนทางการเงินและทำการทดสอบทางสถิติ เพื่ออธิบายให้ได้ว่าอัตราส่วนทางการเงินส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือไม่

## สรุป

สำหรับเนื้อหาในบทที่ 5 นี้ประกอบด้วย การสรุปผลการวิจัย การอภิปรายผลการวิจัย และ ข้อเสนอแนะจากการวิจัย โดยสรุปผลการศึกษาและอภิปรายผลการศึกษตามกรอบแนวคิดการวิจัยครั้งนี้มีตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดของธุรกิจ อายุของธุรกิจ กำไรต่อหุ้น โดยมีตัวแปรอิสระ 3 ชุด ได้แก่ ตัวแปรชุดที่ 1 โครงสร้างเงินทุน ประกอบด้วย สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร ตัวแปรชุดที่ 2 กระแสเงินสด ประกอบด้วย กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน กระแสเงินสดจากการลงทุน กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน และตัวแปรชุดที่ 3 อายุของธุรกิจ และกำไรต่อหุ้น ตัวแปรตาม ได้แก่ อัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ ประกอบด้วย อัตราผลตอบแทนเงินปันผล อัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง และอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น

ผลการศึกษา พบว่า ตัวแปรชุดที่ 1 โครงสร้างเงินทุน ประกอบด้วย สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร มี



ผลกระทบ ต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ ได้แก่ อัตราผลตอบแทนเงินปันผล อัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง และอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น ตัวแปรชุดที่ 2 กระแสเงินสด ประกอบด้วย กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน กระแสเงินสดจากการลงทุน กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน ไม่มีผลกระทบ ต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ ได้แก่ อัตราผลตอบแทนเงินปันผล อัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง และอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น

ข้อเสนอแนะจากการวิจัย รวมถึงข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยในครั้งต่อไป เป็นการกล่าวถึงข้อเสนอแนะที่เป็นประโยชน์ในครั้งนี้ และสำหรับการวิจัยในอนาคต ที่ผู้สนใจศึกษาสามารถนำไปต่อยอด เพื่อการวิจัย และนำมาพัฒนา ปรับปรุง เพื่อค้นหาตัวแปรใหม่ ๆ ที่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยการสัมภาษณ์เชิงลึกผู้มีประสบการณ์ด้านการเงิน เพื่อทำการสรุปตัวแปรใหม่ ๆ และทำการเก็บข้อมูลเพื่อทดสอบอีกครั้ง

**บรรณานุกรม**

## บรรณานุกรม

- กนกศักดิ์ สุขวัฒนาสินิท. (2556). *ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับผลตอบแทนที่คาดหวังของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET100)*. คณะการบัญชี, มหาวิทยาลัยศรีปทุม
- กฤตยชญ์ ศรีสุข. (2556). *การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ในกลุ่มอุตสาหกรรมของหลักทรัพย์ในดัชนี SET50*. วิทยานิพนธ์ปริญญา มหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.
- กฤตกร จิรภานุเมศ. (2553). *ผลของการมุ่งเน้นความเป็นผู้ประกอบการ และกลยุทธ์ที่มีต่อความสามารถทางนวัตกรรม และผลการดำเนินงาน การศึกษาเชิงประจักษ์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ*. วิทยานิพนธ์ปริญญา มหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยวลัยลักษณ์.
- กฤษฏา เสกตระกูล. (2556). *การวิเคราะห์งบการเงิน* (ออนไลน์). เข้าถึงได้จาก: [https://www.set.or.th/dat/vdoArticle/attachFile/AttachFile\\_1472551305959.pdf](https://www.set.or.th/dat/vdoArticle/attachFile/AttachFile_1472551305959.pdf). [7 กุมภาพันธ์ 2562]
- กุลจิต สมวงศ์. (2550). *ความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานค่าตอบแทนผู้บริหารของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างการค้นคว้าอิสระ*. คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี. มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
- เกศ ใจกระจ่าง. (2548). *ความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงทางการบัญชีที่เกี่ยวข้องกับค่าตอบแทนและโครงสร้างความเป็นเจ้าของของคณะกรรมการบริษัทกับผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทที่ไม่ใช่สถาบันทางการเงินในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- แก้วมณี อุทิมรัมย์ และกนกศักดิ์ สุขวัฒนาสินิท. (2556). *ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับผลตอบแทนที่คาดหวังของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET100)*. วิทยานิพนธ์ปริญญา มหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยศรีปทุม.
- เขมณัฐิตา โชตินลินทิพย์. (2554). *ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับการจ่ายเงินปันผลสำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET 100. (การค้นคว้าอิสระ ปริญญา มหาบัณฑิต)*. คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- จตุพร ตังคัช. (2555). *ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุน 1* (ออนไลน์). เข้าถึงได้จาก: <http://ms.src.ku.ac.th/eLearning/Download/DataSheet/2012/Feb/131211/01131211%20capital%20structure.pdf> [7 กุมภาพันธ์ 2562]

## บรรณานุกรม (ต่อ)

- จิรัตน์ สังข์แก้ว.(2548). *รู้วิเคราะห์ เจาะเรื่องหุ้น*. กรุงเทพฯ: โรงพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- จิราวัฒน์ แสงเป่า (2560) *ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มSET100 และตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ*. วิทยานิพนธ์, ปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต. วิชาเอกการเงิน. คณะบริหารธุรกิจ: มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี.
- จุฑารัตน์ ชอนชล.(2539). *ปัจจัยกำหนดอัตราดอกเบี้ยในตลาดสินเชื่อของระบบธนาคารพาณิชย์ในประเทศไทย*. วิทยานิพนธ์ปริญญามหาบัณฑิต. มหาวิทยาลัยรามคำแหง.
- ณัฐกานต์ ทรงพัฒนะโยธิน. (2558). *ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์กรณีศึกษา : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET).(การค้นคว้าอิสระปริญญา มหาบัณฑิต)*. คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2545). *เทคนิคการวิเคราะห์งบการเงินบริษัทจดทะเบียน* (พิมพ์ครั้งที่ 3). กรุงเทพมหานคร: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2546). *การวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐาน*. กรุงเทพมหานคร: ฝ่ายสื่อสิ่งพิมพ์ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2556).*คู่มือManual Guides* (ออนไลน์).เข้าถึงได้จาก: [http://www.setsmart.com/SETSMART\\_Glossary\\_V1\\_8.pdf](http://www.setsmart.com/SETSMART_Glossary_V1_8.pdf). [7 กุมภาพันธ์ 2562].
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2558 ก). *มูลค่าดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตามราคาตลาด*. (ออนไลน์).เข้าถึงได้จาก: <http://setsmart.bu.ac.th:8080/sectoralData.html>. [7 กุมภาพันธ์ 2562].
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2558 ข). *มูลค่าตามราคาตลาดของหมวดอุตสาหกรรมธุรกิจในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งแต่ปี พ.ศ.2553 – 2557*. (ออนไลน์).เข้าถึงได้จาก <http://setsmart.bu.ac.th:8080/sectorComparisonTrading.html>. [7 กุมภาพันธ์ 2562].
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2558). *ข้อมูล Highlight รายไตรมาสของบริษัท หลักทรัพย์ในหมวดธุรกิจตั้งแต่ปีพ.ศ.2553-2557* (ออนไลน์).เข้าถึงได้จาก:<http://setsmart.bu.ac.th:8080/companyhighlight.html>. [7 กุมภาพันธ์ 2562].
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.(2556).*คู่มือManual Guides* (ออนไลน์).เข้าถึงได้จาก :[http://www.setsmart.com/SETSMART\\_Glossary\\_V1\\_8.pdf](http://www.setsmart.com/SETSMART_Glossary_V1_8.pdf). [7 กุมภาพันธ์ 2562].

## บรรณานุกรม (ต่อ)

- ถวิล นิลใบ. (2555). **เศรษฐมิติ 2** (พิมพ์ครั้งที่ 2). กรุงเทพมหานคร: มหาวิทยาลัยรามคำแหง.
- ชนเดช มหโกลไคย. (2552). **รู้เท่าทันการเงินเวลาอัตราความเสี่ยง**. กรุงเทพมหานคร: ชรรมนิติ เพรส.
- ชนาวุธ แสงกาสนีย์. (2541). **การเปลี่ยนแปลงของผลการดำเนินงานอันเกิดจากการระดมทุนเพิ่มของกิจการในประเทศไทย**. วิทยานิพนธ์หลักสูตรวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต. สาขาวิชาการเงิน. ภาควิชาการธนาคารและการเงิน. จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- ธวัชชัย วรสุนทร. (2558). **ความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดอิสระกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์: หลักฐานเชิงประจักษ์บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในกลุ่ม SET100**. คณะบริหารธุรกิจ. มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี: จังหวัดนครราชสีมา.
- ธราทิพย์ สิริจินดา. (2553). **ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์**. การค้นคว้าอิสระปริญญาโทมหาบัณฑิต. คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี : มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- นภาพร นิลภรณ์กุล. (2548). **การเงินธุรกิจ**. (พิมพ์ครั้งที่ 5). กรุงเทพมหานคร: บริษัท ทริปเพิ้ล เอ็ดดูเคชั่น จำกัด.
- นันทภา กุลสัมพันธ์โกศล. **การใช้อัตราส่วนทางการเงินในการเลือกหลักทรัพย์ลงทุนกรณีศึกษาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)**. การค้นคว้าอิสระปริญญาโทมหาบัณฑิต. คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- นารีรัตน์ อัสวชนาลาภ. (2558). **สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารกับการจ่ายเงินปันผล**. การค้นคว้าอิสระปริญญาโทมหาบัณฑิต. คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี : มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- เนาวรัตน์ ศรีพนากุล. (2558). **ปัจจัยที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET50**. บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต : มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.
- บวรวิช สายชลพิทักษ์. (2554). **ปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย**. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทมหาบัณฑิต. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- บุศรินทร์ บุรณศักดิ์. (2545). **การทดสอบทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนของโครงสร้างเงินทุน: การศึกษาของประเทศไทย**. วิทยานิพนธ์หลักสูตรวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน. ภาควิชาการธนาคารและการเงิน. จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- ปาริชาติ ประจักษ์สูตร. (2555). **การศึกษาเปรียบเทียบความสัมพันธ์ของกำไรสุทธิ มูลค่าตามบัญชี และ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานที่มีต่ออัตราผลตอบแทน ของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET100**. สาขาวิชาการภาษีอากร, มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย.

## บรรณานุกรม (ต่อ)

- ประเภทตราสารทุนที่มีให้ซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *ตราสารทุน*. (ออนไลน์). เข้าถึงได้จาก: [https://www.set.or.th/th/products/equities/equities\\_p1.html](https://www.set.or.th/th/products/equities/equities_p1.html). [7 กุมภาพันธ์ 2562].
- ปราณูชลี สมภพโกคาเศรษฐ์ (2559). *โครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการบริษัท กับนโยบายการจ่ายเงินปันผล*. การค้นคว้าอิสระปริญญาโทบริหารธุรกิจ. คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ปราณูชดา สถาปนรัตน์กุล และประยูร โตสงวน (2558). *ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรที่มีต่อราคาตลาดของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. การประชุมวิชาการและเสนอผลงานวิจัยระดับชาติ. “สร้างสรรค์และพัฒนา เพื่อก้าวหน้าสู่ประชาคมอาเซียน” ครั้งที่ 2 สำนักวิจัยและพัฒนา: วิทยาลัยนครราชสีมา.
- พรรณนิภา เจริญศรีวัฒนกุล. (2552). *ความเสี่ยงทางด้านสภาพคล่องและความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้ในหุ้นกู้เอกชน*. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ. จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- เพ็ญนิภา พรหมโคตร. 2561. *ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ*. รายงานการศึกษาอิสระ ปริญญาโทบริหารธุรกิจ. คณะบริหารธุรกิจและการบัญชี. มหาวิทยาลัยขอนแก่น.
- ไพสิฐ โกวิทยามงคล. (2553). *ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับผลตอบแทนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. คณะบริหารธุรกิจ. มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.
- ภณิดา ตัจจะเดชาชัย. (2550). *การศึกษาวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กรณีศึกษา:หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์*. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ภูมิฐาน รังคกุลนุวัฒน์. (2556). *การวิเคราะห์อนุกรมเวลาสำหรับเศรษฐศาสตร์และธุรกิจ*. กรุงเทพมหานคร: จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- มาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 7. (2552). *เรื่อง งบกระแสเงินสด*. กรุงเทพมหานคร: โรงพิมพ์ แอล. ที. รมชัย ชูประเสริฐ. (2556). *ผลกระทบของผู้ถือหุ้นสถาบันต่อโครงสร้างเงินทุน นโยบายเงินปันผลจ่าย และการถือหุ้นของผู้บริหารและกรรมการบริษัท*. การศึกษาค้นคว้าอิสระวิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต. สาขาวิชาการบริหารการเงิน. คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

## บรรณานุกรม (ต่อ)

- รวงฝน ใจสมุทร.(2561).**โครงสร้างเงินทุนพื้นฐานความสำเร็จของกิจการ.** (ออนไลน์). เข้าถึงได้จาก:<http://www.thai-iod.com> [7 กุมภาพันธ์ 2562].
- รุจิรา ชินสุข.(2553). **การวิเคราะห์โครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้างในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.** วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ. มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช.
- เริงชัย ต้นสุภาพ.(ม.ป.ป.). **บทที่ 3 แบบจำลองถดถอยเชิงพหุคูณด้วยวิธีเมทริกซ์.** (ออนไลน์). เข้าถึงได้จาก :<http://lms.mju.ac.th/courses/159/locker/Econometrics2/content03.htm>. [7 กุมภาพันธ์ 2562].
- วรศักดิ์ ทุมมานนท์.(2543). **การจัดทำกระแสเงินสดและการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในช่วงปี 2537-2542.** วรสารนักบัญชีปีที่ 47 ฉบับที่ 1 (สิงหาคม -พฤศจิกายน 2543).
- วรลดี ทองพุ่มพุกษา.(2552).**ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน หมวดธนาคาร.** การศึกษาเฉพาะบุคคลปริญญาโทบริหารธุรกิจ. มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.
- วัฒน์พร ไม้วัฒนา.(2554).**การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมเงินทุนและหลักทรัพย์.** การค้นคว้าอิสระปริญญาโทบริหารธุรกิจ. สาขาการบัญชีธุรกิจแบบบูรณาการ คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ศิลปะภรณ์ ศรีจันทพร. 2551. **ทฤษฎีบริษัทภิบาล.** ปีที่ 31 ฉบับที่ 120 ตุลาคม-ธันวาคม 2551: 2-4.
- ศูนย์คุ้มครองผู้ใช้บริการทางการเงินธนาคารแห่งประเทศไทย.(ม.ป.ป.). **ตราสารทุน** (ออนไลน์). เข้าถึงได้จาก:<https://www.1213.or.th/th/others/investments/Pages/ securities.aspx>. [7 กุมภาพันธ์ 2562].
- ศูนย์วิจัยกสิกรไทย.(2560). **โรงพยาบาลเอกชน ยังโตต่อเนื่องจากลูกค้าต่างชาติ ขณะที่ตลาดคนไทยเผชิญข้อจำกัดด้านกำลังซื้อ** (ออนไลน์). เข้าถึงได้จาก :[https://www.hfocus.org/sites/default/files/fileupload/suunywicchayksikraithy\\_2827-p.pdf](https://www.hfocus.org/sites/default/files/fileupload/suunywicchayksikraithy_2827-p.pdf). [7 กุมภาพันธ์ 2562].
- สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.(2548). **การเงินธุรกิจ.** (พิมพ์ครั้งที่ 3). กรุงเทพมหานคร: อมรินทร์พริ้นติ้งแอนด์พับลิชชิ่ง.

## บรรณานุกรม (ต่อ)

- สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2548). การวิเคราะห์หั่งบการเงิน (พิมพ์ครั้งที่ 2). กรุงเทพมหานคร.
- สถาบันวิจัยเพื่อการพัฒนาประเทศไทย.(2544). *ศึกษาเงินทุนสำหรับกิจการในประเทศไทย*
- สภาวิชาชีพบัญชี. (2554). *แม่บทการบัญชี (ปรับปรุง 2552)*. กรุงเทพมหานคร: โรงพิมพ์ แอล. ที.
- สภาวิชาชีพบัญชี.(2558).ในพระบรมราชูปถัมภ์ (สำนักงานใหญ่). ภาษาไทย. TH · EN ... ประกาศ  
สภาวิชาชีพบัญชี ที่14/2561 เรื่อง ... มาตรฐานการรายงานทางการเงิน ปรับปรุงปี 2558.
- สภาวิชาชีพบัญชีในพระบรมราชูปถัมภ์. (2558). *เรื่องมาตรฐานรายงานทางการเงินฉบับที่ 12 (ปรับปรุง 2558)*
- สมาคมบริษัทหลักทรัพย์ไทย. (ม.ป.ป.). *ความรู้เกี่ยวกับตลาดการเงิน* (ออนไลน์).เข้าถึงได้  
จาก :[http://www.asco.or.th/uploads/upfiles/files/iba\\_knowledge\\_ed1.pdf](http://www.asco.or.th/uploads/upfiles/files/iba_knowledge_ed1.pdf). [7 กุมภาพันธ์ 2562].
- สมาคมบริษัทหลักทรัพย์ไทย.(ม.ป.ป.). *ความรู้เกี่ยวกับตลาดการเงิน*(ออนไลน์).เข้าถึงได้  
จาก :[http://www.asco.or.th/uploads/upfiles/files/iba\\_knowledge\\_ed1.pdf](http://www.asco.or.th/uploads/upfiles/files/iba_knowledge_ed1.pdf). [7 กุมภาพันธ์ 2562].
- สุภาวลัย วงศ์ใหญ่, เนตรดาว ชัยเขต, ดวงกมล นีรพัฒน์กุล. (2560) *ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้าง  
เงินทุนกับมูลค่าบริษัทกรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*  
วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ. คณะการจัดการและการท่องเที่ยว. มหาวิทยาลัยบูรพา
- สุรกิจ คำสงค์ปิ่น. (2559). การวิเคราะห์รายงานทางการเงิน. (พิมพ์ครั้งที่ 1). กรุงเทพมหานคร:  
สำนักพิมพ์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- สิริกัญจน์ ตายนะสานติ. (2555). *ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคาหลักทรัพย์  
ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ MAI. (การบัญชีธุรกิจแบบบูรณาการ)*. คณะ  
พาณิชยศาสตร์และการบัญชี. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- เสกศักดิ์ จาเรียววงศ์. (2552). *การบริหารการเงินธุรกิจ: แนวคิดและแนวปฏิบัติ*. (พิมพ์ครั้งที่ 1).  
ปทุมธานี: โรงพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- อธिका แรมวิโรจน์. (2550).*การศึกษาวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของการเปลี่ยนแปลงของอัตรา  
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (Return on Asset: ROA) อัตราผลตอบแทนจากส่วน  
เจ้าของ (Return on Equity: ROE) และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to  
equity ratio: D/E Ratio) กับการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่ง  
ประเทศไทย กรณีศึกษา: หมวดเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร .*  
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.



## บรรณานุกรม (ต่อ)

- อภิชาติ พงศ์สุพัฒน์. (2550). *การเงินธุรกิจ*. (พิมพ์ครั้งที่ 8). กรุงเทพฯ: โรงพิมพ์อินโฟไมนิ่ง.
- อภิศักดิ์ เจียรสุคนธ์, สายทิพย์ จะโนภาย, ดวงฤทัย ณ นครพนม และนิภาภัทร แสนอุบล (2560) *ทิศทางของกระแสเงินสดที่มีต่อมูลค่าตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. วิทยานิพนธ์. สาขาวิชาการบัญชี. คณะวิทยาการจัดการและเทคโนโลยีสารสนเทศ. มหาวิทยาลัยนครพนม.
- อุไรวรรณ ตั้งสัมพันธ์. (2552). *ปัจจัยตัวกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ. มหาวิทยาลัยเชียงใหม่.
- อุษณี วรพันธ์พิทักษ์. (2549). *ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและกำไรที่มีต่อราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. วิทยานิพนธ์ (บช.ม.). จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2549
- Abdoli, M, R., & Royae, R. (2012). Board monitoring and earnings quality: An empirical study in Iran. *African Journal of Business Management*, 6(11). 4179-4184.
- Afza, T., & Hussain, A. (2011). Determinants of capital structure across selected manufacturing sectors of Pakistan. *International Journal of Humanities and Social Science*, 1(2). 254-262.
- Ali M. Al-Attar, & al-Khadash, H. M. (2005). The Effect of Contextual Factors on the Information Content of Cash Flows in Explaining Stock Price - The Case of Amman Stock Exchange. *Dirasat*. 32.
- Anthony de Carvalho (2015). OECD, Paris STEEL MARKET DEVELOPMENTS (4), 15.
- Attawooth Laohapakdee (2009) "Capital Structure Management: Theories and Determinants".
- Baker.,M., & Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. *The journal of finance*, 57(1). 1-32.
- Bates, (2005) Bates, T.W., Kahle, K.M., & Stulz, R.M. (2009). Why do U.S. firms hold so much more cash than they used to?, *The Journal of Finance*, 64(5), 1985-2021.
- Bhunja, A. (2010). A Study of Liquidity Trends on Private Sector Steel Companies in India. *Asian Journal of Management Research*, 1 (1), 618-628.
- Bradford, W., Chen, C., & Zhu, S. (2013). Cash dividend policy, corporate pyramids, and ownership structure: Evidence from China. *International Review of Economics And Finance*, 27445-464. doi:10.1016/j.iref.2013.01.003.

## บรรณานุกรม (ต่อ)

- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2544). การจัดการการเงิน (เรจรัค จำปาเงิน, ผู้แปล). กรุงเทพมหานคร: บริษัท บั๊คเน็ต จากัด. (ต้นฉบับพิมพ์ปี 2001).
- Brigham, F.E., & Gapenski, C.L. (1994). Financial management: Theory and practice. (7th ed.). U.S.A.: The Dryden.
- Campbell , K., & Jerzemowska , M. (2001). Capital structure Decisions made by companies in transitional economy. Financial Management, objectives organization tools, 51-76.
- Charfeddine, L., & Elmarzougui, A. (2010). Institutional Ownership and Firm Performance: Evidence from France. The IUP Journal of Behavioral Finance.7(4), 35-46.
- Ting, H.-I. (2013). The Influence of Insiders and Institutional Investors on Firm Performance. Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies.16(4). [Online]. Available: <http://dx.doi.org/10.1142/S0219091513500276>
- Chen, C. R., & Steiner, T. L. (1999). Managerial Ownership and Agency Conflicts: A Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Dividend Policy. Financial Review, 34(1), 119-136.
- Dan,S,D,Gerald L,S and E.D.S. the Effect of Owner versus management control on the choice of accounting method. Journal of accounting and Economics 4 (1982):41-53
- Daniat & Suhairi (2006) Daniel Ac Thomas Zlys ,2006 Weighing the evidence on the relation between external corporate financing activities, accruals and stock returns. Journal of Accounting and Economics 42: 87-105
- Deesomsak, R. and Paudyal, K. and Pescetto, G. (2004) 'The determinants of capital structure: evidence from the Asia Pacific region.', Journal of multinational financial management., 14 (4-5). pp. 387-405
- Derek Oler. Jerry S. Rawls Associate Professor ... cash for future performance. DK Oler, MP Picconi. Contemporary Accounting Research 31 (1), 253-283, 2014.
- Ebaid, I. (2009). The impact of capital-structure choice on firm performance:empirical evidence From Egypt. The Journal of Risk Finance, 10(5), 477-487.
- Ebrahim, A. M. (2004). The Effectiveness of Corporate Governance, Institutional Ownership, and Audit Quality as Monitoring Devices of Earnings management.A Dissertation Submitted to the Graduate School - Newark Rutgers, TheState University of New Jersey

## บรรณานุกรม (ต่อ)

- Farinha, J. (2003). Divided Policy, Corporate Governance and the Managerial Entrenchment Hypothesis: An Empirical Analysis. *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(9/10), 1173-1209.
- Freedman, M. and B. Jaggi. 1983. "Pollution Disclosures, Pollution Performance and Economic Performance". **Omega: The International Journal of Management Science**, 10. Pp.167-176.
- Florackis, C., Kanas, A., & Kostakis, A. (2015). Dividend policy, managerial ownership and debt financing: A non-parametric perspective. *European Journal of Operational Research*, 241(3), 783-795. doi:10.1016/j.ejor.2014.08.031
- Fu, (2009) Fu, F. (2010), Overinvestment and the Operating Performance of SEO. *Financial Management*, 39, 249-272 .
- Gillan, S. L. (2006). Recent Developments in Corporate Governance: An Overview. *Journal Of Corporate Finance*, 12(3), 381-402. doi:http://dx.doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2005.11.002
- Gopalakrishnan V. Accounting choice decisions and unlevered firm; further evicence on debt/equity Hypothesis. *Journal of financial and strategic decision* 7,3 (1994)
- Hu, A., & Kumar, P. (2004). Managerial Entrenchment and Payout Policy. *Journal Of Financial And Quantitative Analysis*, 39(4), 759-790.
- Jensen, M.C. and Meekling, W.?H. (1976). "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure." **Journal of Finance Economics** 3,4 (October). Pp 305-360.
- Jo, H., & Pan, C. (2009). Why are firms with entrenched managers more likely to pay dividends?. *Review of Accounting & Finance*, 8(1), 87. doi:10.1108/1475770091 0934256
- Joshua LIVNAT, & ZAROWIN, P. (1990). THE INCREMENTAL INFORMATION CONTENT OF CASH-FLOW COMPONENTS. *Journal of Accounting and Economics* 13, 25-46.
- Kargar, E. F., Birjandi, H., & Nejad, K. G. (2014). The Impact of Corporate Governance Mechanisms (ownership structure and board structure) on Dividend Policy of Companies. *Journal of Finance and Accounting*, 5(23), 153-162.
- Kavitha, K.S.. (2014). A Study on Financial Performance of Iron and Steel Industries India. *International journal of Scientific Research*, 3 (7), 78-79.

## บรรณานุกรม (ต่อ)

- Kyereboah-Coleman, A. (2007). Corporate Governance and Shareholder Value Maximization: An African Perspective. *African Development Review*, 19, 350–367
- Mais, Rimi Gusliana. (2005). Pengaruh rasio-rasio keuangan utama perusahaan terhadap harga saham perusahaan yang terdaftar di Jakarta Islamic Index tahun 2004. *Jurnal Ekonomi STEI*, 14 (3), 30.
- Manao, Hekinus & Nur, Deswin. (2001). Asosiasi rasio keuangan dengan return saham: pertimbangan ukuran perusahaan serta pengaruh krisis ekonomi di Indonesia. *Simposium Nasional Akuntansi IV*.
- Margaritis, D., & Psillaki, M. (2007). Capital Structure and Firm Efficiency. *Journal of Business Finance & Accounting*, 34, 1447–1469.
- Mazur, K. (2007). The Determinants of Capital Structure Choice: Evidence from Polish Companies. *Int Adv Econ Res*, 13, 495–514.
- Moradi, M., & Eskander, H. (2011). Ownership Structure and Dividend Policy: Evidences from Iran. *Journal of Emerging Markets*, 16(1), 57-70.
- Omran, M., & Pointon, J. (2009). Capital structure and firm characteristics: an empirical analysis from Egypt. *Review of Accounting and Finance*, 8(3), 454-474.
- Parlak, D. (2010). Determinants of Capital Structure Policies of Turkish Manufacturing Firms. *The Business Review, Cambridge*, 14 (2), 147-153.
- Patra, S. (2005). Liquidity Vs. Profitability, *Indian Journal of Accounting*, 35 (2), 39-43.
- Qiu, M., & La, B. (2010). Firm characteristics as Determinants of Capital Structures in Australia. *International Journal of the Economics of Business*, 17, 277-287.
- Richardson, S. A. (2003). Earnings quality and short sellers. *Journal of Accounting Horizons Sarasota*, 17, 49-61.
- Rizqia, D. A., & Sumiati, S. A. (2013). Effect of Managerial Ownership, Financial Leverage, Profitability, Firm Size, and Investment Opportunity on Dividend Policy and Firm Value. *Journal of Finance and Accounting*, 4(11), 120-130.
- Ross Westerfield & Jaffe (1999). incorporated in prices and no excess profit is available beyond a market-based, risk-adjusted return on investment (Ross, Westerfield, and Jaffe 1999: 319).

## บรรณานุกรม (ต่อ)

- Schooley, D. K., & Barney, L. J. (1994). Using Dividend Policy and Managerial Ownership to Reduce Agency Costs. *Journal of Financial Research*, 17(3), 363-373.
- Sinkey, J. F., Jr. (2002). *Commercial bank financial management in the financial service industry* (6th ed.). Upper Saddle River, NJ: Prentice-Hall.
- Sparta. (2005, Februari). Pengaruh ROE, EPS, OCF terhadap harga saham industry manufacturing di bursa efek jakarta. *Jurnal Akuntansi*, 9 (1). world steel Committee on Economic Studies – Brussels. *Thai Journal of Public Administration*: 9-42.

ภาคผนวก

ภาคผนวก ก

เครื่องมือการวิจัย

แบบบันทึกข้อมูลธุรกิจของกลุ่มบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET ที่มีผลการดำเนินการต่อเนื่องติดต่อกัน 5 ปี

ข้อมูลธุรกิจ		2561	2560	2559	2558	2557
ราคาปิด ณ วัน ส่งงบ	(บาท)					
ราคาปิด ก่อนวันส่งงบ	(บาท)					
อัตราส่วนทางการเงิน						
ข้อมูลสถิติ						
มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด	(บาท)					
อัตราหมุนเวียนปริมาณการซื้อขาย	(%)					
อัตราปิดต่อกำไรต่อหุ้น	(เท่า)					
อัตราส่วนราคาปิดต่อมูลค่าหุ้นทางบัญชี	(เท่า)					
มูลค่าหุ้นทางบัญชีต่อหุ้น	(บาท)					
อัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน	(%)					

ที่มา: จากรายงานจากฐานข้อมูล SET-SMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



## แบบบันทึกข้อมูล งบการเงิน

ข้อมูลสำคัญ	2560	2559	2558	2557	2556
ข้อมูล ณ วันที่					
เงินสด					
สินทรัพย์รวม					
หนี้สินหมุนเวียน					
หนี้สินรวม					
มูลค่าหุ้นที่เรียกชำระแล้ว					
ส่วนของผู้ถือหุ้น					
ขายสุทธิ					
รายได้รวม					
ต้นทุนขาย					
กำไรจากการดำเนินงาน ก่อนหักภาษี					
ดอกเบี้ยจ่าย					
กำไรสุทธิ					

ที่มา: จากรายงานจากฐานข้อมูล SET-SMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ภาคผนวก ข

ข้อมูลธุรกิจของกลุ่มบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม  
SET ที่มีผลการดำเนินการต่อเนื่องติดต่อกัน 5 ปี

รายชื่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET จำนวน 230 บริษัทที่มีผลการดำเนินงานติดต่อกันตั้งแต่ปี 2557 – 2561

ลำดับที่	ชื่อหลักทรัพย์	ลำดับที่	ชื่อหลักทรัพย์	ลำดับที่	ชื่อหลักทรัพย์
1	7UP	26	BLAND	51	DRT
2	A	27	BROCK	52	DTAC
3	ADVANC	28	BSBM	53	DTC
4	AH	29	BTS	54	DTCI
5	AIT	30	CCET	55	EA
6	AJ	31	CCP	56	EASON
7	AMARIN	32	CEN	57	EE
8	AMATA	33	CENTEL	58	EGCO
9	AMC	34	CFRESH	59	EMC
10	AOT	35	CHOTI	60	ESSO
11	AP	36	CI	61	ESTAR
12	APCO	37	CK	62	EVER
13	APEX	38	CNT	63	FANCY
14	AQ	39	COL	64	FMT
15	AS	40	CPALL	65	FORTH
16	ASIMAR	41	CPF	66	FPT
17	B	42	CPN	67	GEL
18	BANPU	43	CSC	68	GFPT
19	BCP	44	CSP	69	GJS
20	BCT	45	CTW	70	GLOBAL
21	BDMS	46	CWT	71	GLOW
22	BEAUTY	47	DCC	72	GRAMMY
23	BEC	48	DCON	73	GRAND
24	BH	49	DELTA	74	GREEN
25	BJCHI	50	DEMCO	75	HMPRO

รายชื่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET จำนวน 230 บริษัทที่มีผลการดำเนินงานติดต่อกันตั้งแต่ปี 2557 – 2561

ลำดับที่	ชื่อหลักทรัพย์	ลำดับที่	ชื่อหลักทรัพย์	ลำดับที่	ชื่อหลักทรัพย์
76	HTECH	101	MAJOR	126	PDI
77	IHL	102	MANRIN	127	PDJ
78	INET	103	MATCH	128	PERM
79	INTUCH	104	MBK	129	PF
80	IRC	105	MCOT	130	PG
81	IRPC	106	MDX	131	PM
82	ITD	107	MFEC	132	PRAKIT
83	IVL	108	MIDA	133	PREB
84	JCK	109	MILL	134	PRECHA
85	JCT	110	MINT	135	PRIN
86	JUTHA	111	MJD	136	PSL
87	KAMART	112	MK	137	PTT
88	KBS	113	MPIC	138	PTTEP
89	KCE	114	NC	139	Q-CON
90	KKC	115	NCH	140	RAM
91	KSL	116	NEW	141	RCI
92	KWG	117	NFC	142	RCL
93	LANNA	118	NPPG	143	RML
94	LH	119	NTV	144	ROCK
95	LOXLEY	120	NUSA	145	ROH
96	LPN	121	OCC	146	RPC
97	LRH	122	OHTL	147	RS
98	LST	123	OISHI	148	S
99	LTX	124	PB	149	S & J
100	MACO	125	PCSGH	150	SABINA

รายชื่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET จำนวน 230 บริษัทที่มีผลการดำเนินงานติดต่อกันตั้งแต่ปี 2557 – 2561

ลำดับที่	ชื่อหลักทรัพย์	ลำดับที่	ชื่อหลักทรัพย์	ลำดับที่	ชื่อหลักทรัพย์
151	SAMART	176	SPCG	201	TKT
152	SAMCO	177	SSF	202	TMD
153	SAMTEL	178	SSSC	203	TMT
154	SAT	179	STANLY	204	TNL
155	SAUCE	180	STEC	205	TOG
156	SC	181	STPI	206	TOP
157	SCC	182	SUC	207	TPCORP
158	SCCC	183	SUSCO	208	TPIPL
159	SCP	184	SVH	209	TRC
160	SE-ED	185	SVOA	210	TRU
161	SENA	186	SYNTEC	211	TRUBB
162	SF	187	TASCO	212	TRUE
163	SFP	188	TC	213	TSTE
164	SGP	189	TCC	214	TSTH
165	SHANG	190	TCJ	215	TTA
166	SIAM	191	TCMC	216	TTCL
167	SINGER	192	TCOAT	217	TTW
168	SIRI	193	TGPRO	218	TVO
169	SIS	194	TH	219	UMI
170	SITHAI	195	THAI	220	UNIQ
171	SKR	196	THCOM	221	UTP
172	SMM	197	THE	222	UV
173	SNC	198	TIW	223	UVAN
174	SNP	199	TK	224	VNG
175	SPALI	200	TKS	225	VNT

รายชื่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET จำนวน 230 บริษัทที่มีผลการดำเนินงานติดต่อกันตั้งแต่ปี 2557 – 2561

ลำดับที่	ชื่อหลักทรัพย์	ลำดับที่	ชื่อหลักทรัพย์	ลำดับที่	ชื่อหลักทรัพย์
226	WACOAL	228	WIIC	230	WORK
227	WHA	229	WIN		

**ประวัติผู้วิจัย**

<b>ชื่อ-สกุล</b>	นางสาวสุขศรี บุตรวงศ์
<b>วันเดือนปีเกิด</b>	29 มิถุนายน 2517
<b>สถานที่เกิด</b>	จังหวัดศรีสะเกษ
<b>ประวัติการศึกษา</b>	ปี พ.ศ. 2560 - ปริญญาตรีบัญชีบัณฑิต มหาวิทยาลัยเกริก
<b>ประสบการณ์ทำงาน</b>	ปี พ.ศ. 2543 – ปัจจุบัน - บริษัท พี ควอลิตี้ แมชชีน พาร์ท จำกัด