



กระแสเงินสดอิสระกับมูลค่าตามราคาตลาด

โดย

นายภูษิต วงศ์หล่อสายชล

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

บัญชีมหาบัณฑิต

ภาควิชาบัญชี สาขาการบัญชี

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ปีการศึกษา 2558

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

กระแสเงินสดอิสระกับมูลค่าตามราคาตลาด

โดย

นายภูษิต วงศ์หล่อสายชล

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

บัญชีมหาบัณฑิต

ภาควิชาบัญชี สาขาการบัญชี

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ปีการศึกษา 2558

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์



FREE CASH FLOW AND MARKET CAPITALIZATION

BY

MR. PHUSIT WONGLORSAICHON

AN INDEPEDENT STUDY SUBMITTED IN PARTIAL FULFILLMENT OF THE
REQUIREMENTS FOR THE DEGREE OF MASTER OF ACCOUNTING

FACULTY OF COMMERCE AND ACCOUTANCY
THAMMASAT UNIVERSITY

ACADEMIC YEAR 2015

COPYRIGHT OF THAMMASAT UNIVERSITY

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี

การค้นคว้าอิสระ

ของ

นายภูษิต วงศ์หล่อสายชล

เรื่อง

กระแสเงินสดอิสระกับมูลค่าตามราคาตลาด

ได้รับการตรวจสอบและอนุมัติ ให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
บัญชีมหาบัณฑิต

เมื่อวันที่ 15 ส.ค. 2559

ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ

(รองศาสตราจารย์ ดร.มนวิภา พึ่งสิทธิ์)

กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ

(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.สมชาย สุภัทรกุล)

คณบดี

(ศาสตราจารย์ ดร.ศิริลักษณ์ โรจนกิจอำนวย)

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ

กระแสเงินสดอิสระกับมูลค่าตามราคาตลาด

ชื่อผู้เขียน

นายภูษิต วงศ์หล่อสายชล

ชื่อปริญญา

บัญชีมหาบัณฑิต

คณะ/มหาวิทยาลัย

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

อาจารย์ที่ปรึกษาวิชาการค้นคว้าอิสระ

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.สมชาย สุภัทรกุล

ปีการศึกษา

2558

บทคัดย่อ

การวิจัยเรื่องกระแสเงินสดอิสระกับมูลค่าตามราคาตลาด มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษานิยามกระแสเงินสดอิสระที่ให้ข้อมูลที่เกี่ยวข้องและมีคุณค่าสูงสุด โดยวิเคราะห์จากความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดอิสระกับมูลค่าตามราคาตลาด รวมทั้งศึกษาความแตกต่างของความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดอิสระกับมูลค่าตามราคาตลาดแยกตามกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าราคาตลาดที่แตกต่างกัน

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษานี้ได้แก่ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยตัวแปรต้นที่เกี่ยวข้องกับกระแสเงินสดอิสระเป็นข้อมูลระหว่างปี 2554-2556 และข้อมูลมูลค่าตามราคาตลาด ณ วันสิ้นงวดปีระหว่างปี 2555-2557

ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณเพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระในแต่ละรูปแบบและมูลค่าตามราคาตลาด พบว่านิยามกระแสเงินสดอิสระ ซึ่งวัดจากกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานลบรายจ่ายฝ่ายทุนมีความสัมพันธ์กับมูลค่าตามราคาตลาดมากที่สุดและให้ข้อมูลที่มีคุณค่าและเกี่ยวข้องกับข้อมูลบัญชีสูงสุด และไม่มี ความแตกต่างตามกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาด

คำสำคัญ: กระแสเงินสดอิสระ, กิจกรรมดำเนินงาน, กิจกรรมลงทุน, รายจ่ายฝ่ายทุน, มูลค่าตามราคาตลาด

Independent Study Title	Cash flow and market capitalization
Author	Mr. Phusit Wonglorsaichon
Degree	Master Degree of Accounting
Department/Faculty/University	Faculty of Commerce and Accountancy/ Thammasat University
Thesis Advisor	Asst.Prof.Dr.Somchai Supattarakul
Academic Years	2015

ABSTRACT

The research of free cash flow and market capitalization has the objective to study the most value relevant definition of free cash flow by analyzing the relationship between free cash flow and market capitalization. In addition, the study compares their relationship between firms with the high and low market capitalization.

The samples comprise of companies listed in SET. The independent variable, free cash flow, was collected from the year 2011 to 2013 while the dependent variable, the market capitalization, was collected at the year-ended 2012 to 2014.

The results of multiple regression analysis showed that the definition of free cash flow measured by subtracting the capital expenditure from cash from operating activities has the strongest relationship with the market capitalization. This implies that this definition presents the most value relevance and highly relates to accounting information. The measurement of free cash flow is indifferent between high and low market capitalization.

Keywords: free cash flow, operating activities, investing activities, capital expenditure, market capitalization

กิตติกรรมประกาศ

ข้าพเจ้าขอขอบพระคุณโครงการปริญญาโททางบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ ที่ให้โอกาสข้าพเจ้าเข้าศึกษาเพื่อเพิ่มพูนความรู้ด้านบัญชีและภาษีเป็นอย่างดี และขอขอบพระคุณ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.สมชาย สุภัทรกุล อาจารย์ที่ปรึกษา และรองศาสตราจารย์ ดร.มนวิกา ผดุงสิทธิ์ ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ ที่ให้คำแนะนำสำหรับงานวิจัยเรื่องกระแสเงินสดอิสระกับมูลค่าตามราคาตลาดฉบับนี้ ทำให้รายงานนี้สมบูรณ์และเกิดประโยชน์ทั้งทางวิชาการและการประยุกต์ใช้งานทั้งผู้บริหาร นักการเงิน นักบัญชีและนักลงทุน

นายภูษิต วงศ์หล่อสายชล

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

พ.ศ. 2558

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	(1)
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	(2)
กิตติกรรมประกาศ	(3)
สารบัญตาราง	(6)
สารบัญภาพ	(7)
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา	1
1.2 วัตถุประสงค์การวิจัย	4
1.3 คำถามวิจัย	4
1.4 ขอบเขตการวิจัย	4
1.5 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	4
1.6 นิยามศัพท์เฉพาะ	5
บทที่ 2 วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	6
2.1 งบกระแสเงินสด	6
2.2 กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน	9
2.3 กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน	11
2.4 อัตราส่วนกระแสเงินสด	12
2.5 รายจ่ายฝ่ายทุน	14
2.6 กระแสเงินสดอิสระ	14

บทที่ 3 วิธีการวิจัย	20
3.1 วิธีการวิจัย	20
3.2 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง	20
3.3 ตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม	21
3.4 วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูล	21
3.5 แหล่งข้อมูล	21
3.5 สถิติที่ใช้ในการวิจัย	22
บทที่ 4 ผลการวิจัยและอภิปรายผล	26
4.1 สถิติเชิงพรรณนา	26
4.2 ความสัมพันธ์ระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระกับมูลค่าตามราคาตลาด	29
4.3 สถิติเชิงอนุมานเพื่อทดสอบความสัมพันธ์	32
4.4 สถิติเชิงอนุมานเพื่อทดสอบความสัมพันธ์แยกตามกลุ่มบริษัท	34
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ	40
5.1 สรุปผลการวิจัย	40
5.2 อภิปรายผลการวิจัย	42
5.3 ข้อจำกัดงานวิจัย	42
5.4 ข้อเสนอแนะงานวิจัยในอนาคต	43
รายการอ้างอิง	44
ประวัติผู้เขียน	46

สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
4.1 ค่าเฉลี่ยและค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของกระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 1-4 และมูลค่าตามราคาตลาด	27
4.2 ค่าเฉลี่ยและค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของกระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 1-4 และมูลค่าตามราคาตลาดแบ่งตามกลุ่มมูลค่าตามราคาตลาด	28
4.3 ความสัมพันธ์ระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระในแต่ละรูปแบบ กับมูลค่าตามราคาตลาด	30
4.4 ความสัมพันธ์ระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระในแต่ละรูปแบบ กับมูลค่าตามราคาตลาดของกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดสูง	31
4.5 ความสัมพันธ์ระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระในแต่ละรูปแบบ กับมูลค่าตามราคาตลาดของกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดต่ำ	32
4.6 ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุของความสัมพันธ์ระหว่าง นิยามกระแสเงินสดอิสระ และมูลค่าตามราคาตลาด	34
4.7 ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุของความสัมพันธ์ระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระ และมูลค่าตามราคาตลาดของกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดสูง	36
4.8 ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุของความสัมพันธ์ระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระ และมูลค่าตามราคาตลาดของกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดต่ำ	38
4.9 ค่า Adjusted R-Square ของการวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณ เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระในแต่ละรูปแบบ และมูลค่าตามราคาตลาด	39

สารบัญภาพ

ภาพที่

หน้า

2.1 อัตราส่วนเงินสด

13



บทที่ 1

บทนำ

1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา

จากการสำรวจการถือครองเงินสดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ประเทศไทย สหรัฐอเมริกา พบว่าบริษัทส่วนมากมีแนวโน้มถือครองเงินสดที่สูงขึ้น และอัตราส่วนเงินสดต่อสินทรัพย์รวมระหว่างปี 1980-2006 เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง (Bates, Kahle, & Stulz, 2009) สาเหตุหลักที่บริษัทถือครองเงินสดเพิ่มสูงขึ้น เพราะบริษัทมีแนวโน้มความเสี่ยงของการบริหารกระแสเงินสดเพิ่มขึ้น ปริมาณสินค้าคงเหลือและมูลค่าลูกหนี้ลดลง จึงส่งผลต่อการบริหารสภาพคล่องของบริษัท ขณะเดียวกันบริษัทเพิ่มการลงทุนในการวิจัยพัฒนามากขึ้นเพื่อเร่งพัฒนาผลิตภัณฑ์และบริการใหม่ ออกสู่ตลาด ให้สอดคล้องกับความต้องการของลูกค้าที่เปลี่ยนแปลงไปและตอบสนองการแข่งขันที่รุนแรงเพิ่มขึ้น จึงจำเป็นต้องใช้เงินสดเพื่อการลงทุนมากขึ้น นอกจากนี้บริษัทยังมีการวางแผนบริหารการใช้ประโยชน์ของสินทรัพย์หมุนเวียนมากขึ้น เช่น การวางแผนเงินสดเพื่อเตรียมพร้อมสำหรับการดำเนินงานปกติของกิจการ หรือใช้ในสถานการณ์ฉุกเฉิน รวมทั้งให้บริษัทเกิดความยืดหยุ่นในการบริหารการเงินและการลงทุน เมื่อแหล่งเงินทุนภายนอกมีไม่เพียงพอหรือต้นทุนสูงก็สามารถใช้เงินสดที่ครองไว้ได้ (Keynes, 1936)

ในอดีตผู้บริหารและนักลงทุนทราบจำนวนเงินสดคงเหลือในแต่ละงวดบัญชีจากงบแสดงฐานะการเงิน ณ วันสิ้นงวดบัญชี แต่ไม่สามารถวิเคราะห์กระแสเงินสดของกิจการได้ว่ามาจากแหล่งใด และถูกใช้ไปสำหรับแหล่งใดบ้าง ดังนั้นคณะกรรมการกำหนดมาตรฐานการรายงานทางการเงินของสหรัฐอเมริกา (The Financial Accounting Standards Board: FASB) จึงออกประกาศมาตรฐานการบัญชี SFAS9: งบกระแสเงินสด เพื่อจำแนกประเภทของกระแสเงินสด เป็นกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน และกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน โดยกิจการควรจัดหาเงินสดจากการดำเนินงานให้เพียงพอต่อการจ่ายหนี้ การลงทุน และการคืนผู้ลงทุน อีกทั้งยังผู้บริหารควรให้ความสำคัญกับกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานเพราะกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานเป็นตัวชี้วัดผลการดำเนินงานของบริษัทได้ดีกว่ากำไรสุทธิ เนื่องจากกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานเป็นรายการเงินสด ซึ่งไม่เหมือนกำไรสุทธิที่เป็นรายการคงค้างจากงบกำไรขาดทุน (Brahmasrene, Strupeck, & Whitten, 2004)

จากการทบทวนงานวิจัยในอดีตพบว่ากิจการต้องมีการบริหารเงินสดอย่างมีประสิทธิภาพโดยรักษาระดับเงินสดให้มีความเหมาะสมกับกิจการ เพราะการมีเงินสดไม่เพียงพอหรือ

มีมากเกินไปจนความจำเป็นส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์เพื่อการดำเนินงานสุทธิ (RONA) และอัตราผลตอบแทนหุ้น (ROE) ในอนาคต ดังนั้นกิจการต้องรักษาระดับการถือครองเงินสดอย่างเหมาะสมตามวัตถุประสงค์และประเภทของธุรกิจ (Dreyer et. al., 2013) โดยพิจารณาประโยชน์ที่เพิ่มขึ้นกับต้นทุนการถือครองเงินสดที่สูงขึ้นด้วย (Oler & Picconi, 2014) อีกทั้งบริษัทที่วางแผนการเติบโตอย่างยั่งยืนนั้นต้องให้ความสำคัญกับกระแสเงินสด โดยเฉพาะบริษัทที่เน้นการบริหารเงินทุนหมุนเวียนเป็นหลักในการดำเนินงาน (Dreyer et. al., 2013)

นอกจากนี้กระแสเงินสดยังมีความสำคัญต่อการตัดสินใจการลงทุนของกิจการเพื่อก่อให้เกิดผลตอบแทนที่ดีในอนาคต บริษัทที่มีกระแสเงินสดมากกว่าย่อมมีโอกาสลงทุนสูงกว่าบริษัทที่มีกระแสเงินสดน้อย (Habib, 2011) เมื่อบริษัทมีกระแสเงินสดมาก บริษัทสามารถเลือกรูปแบบการลงทุนได้หลากหลายมากกว่า เช่น การซื้อกิจการ การลงทุนในโครงการใหม่ๆ รวมทั้งการขยายการผลิตที่มีอยู่ในปัจจุบัน นอกจากนี้ต้นทุนยังสามารถวิเคราะห์แนวโน้มผลตอบแทนของบริษัทในอนาคตได้ด้วยการพิจารณาจากกระแสเงินสดจากกิจกรรมการลงทุนว่าบริษัทมีการลงทุนมากน้อยเพียงใดในแต่ละงวดบัญชี ถ้าบริษัทมีการลงทุนเพิ่มมากขึ้น ย่อมแสดงถึงผลตอบแทนที่ในอนาคตที่สูงขึ้นได้

อย่างไรก็ตาม บางครั้งการลงทุนของบริษัทไม่ได้สร้างผลตอบแทนตามที่คาดหวังไว้ เนื่องจากการลงทุนที่เกินความจำเป็นหรือลงทุนในสิ่งที่ไม่จำเป็น ทำให้การลงทุนที่เกิดขึ้นไม่สร้างผลตอบแทนตามที่คาดหวังไว้ เนื่องจากเป้าหมายของการบริหารงานมีความแตกต่างกันระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้น ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) (Jensen & Meckling, 1976) ที่ผู้ถือหุ้นให้ความสำคัญกับผลตอบแทนการลงทุน ขณะที่ฝ่ายบริหารจะลงทุนกับการดำเนินงานทั่วไปมากกว่าที่จะลงทุนกับโครงการที่ใช้เงินสดมากและให้ผลตอบแทนในระยะยาว ทำให้งานวิจัยที่ศึกษาในอดีตไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมการลงทุนกับผลตอบแทนของกิจการ ไม่ว่าจะเป็นผลตอบแทนที่วัดจากกำไรต่อหุ้น อัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้นและอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์หรือราคาหุ้น (Fu, 2009)

นอกจากงานวิจัยที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานและกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนกับผลตอบแทนการดำเนินงานและราคาหุ้นแล้ว (Habib, 2011; Danial & Suhairi, 2006) ยังมีการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนกระแสเงินสดและกระแสเงินสดอิสระกับผลการดำเนินงานและราคาหุ้น โดยอัตราส่วนกระแสเงินสดที่พบในงานวิจัยสามารถแบ่งเป็น 4 กลุ่ม ได้แก่ อัตราส่วนสภาพคล่อง อัตราส่วนกำไร อัตราส่วนประสิทธิภาพการลงทุน และอัตราส่วนความสามารถในการชำระหนี้ (Arinovic-Barac, 2011) ซึ่งสามารถนำใช้ทำนายกิจการที่ไม่สามารถจ่ายหนี้เมื่อถึงกำหนดระยะเวลาชำระเงินและผลการดำเนินงานได้ (Joost, 2007)

จากงานวิจัยที่ผ่านมาในอดีต เมื่อวิเคราะห์สภาพคล่อง เงินสดและกระแสเงินสดที่ใช้ในการดำเนินกิจการ งานวิจัยส่วนใหญ่ศึกษารายการกระแสเงินสดอิสระ ซึ่งกระแสเงินสดอิสระหมายถึงเป็นเงินสดที่ฝ่ายบริหารสามารถนำไปใช้ได้อย่างอิสระโดยไม่ส่งผลให้กิจการต้องออกจากธุรกิจที่ดำเนินการอยู่ โดยมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานและราคาหุ้น แต่อย่างไรก็ตาม งานวิจัยที่ผ่านมาได้ให้คำจำกัดความของกระแสเงินสดอิสระที่แตกต่าง ขึ้นกับว่าเป็นมุมมองด้านการเงินหรือมุมมองด้านบัญชี เช่น Jensen (1986) นิยามกระแสเงินสดอิสระ หมายถึง กระแสเงินสดที่มีมากกว่าความต้องการเพื่อใช้เป็นเงินทุนสำหรับโครงการทั้งหมดที่มีมูลค่า (Net Present Value, NPV) เป็นบวก เมื่อมีอัตราคิดลดเท่ากับต้นทุนทางการเงิน ซึ่งมีนักการเงินหลายท่านเห็นด้วยกับแนวคิดดังกล่าว แต่นิยามดังกล่าวไม่ได้มีการเผยแพร่ต่อสาธารณะมากนัก เนื่องจากบริษัทส่วนใหญ่ไม่เปิดเผยรายละเอียดโครงการที่บริษัทจะลงทุน ขณะที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2015) นิยามว่า กระแสเงินสดอิสระของกิจการ (free cash flow to firm หรือ FCFF) เป็นกระแสเงินสดหลังจากหักค่าใช้จ่ายต่างๆ ในการดำเนินงาน ตลอดจนภาษีจ่ายของกิจการไปแล้ว รวมทั้งหักเงินทุนหมุนเวียน (working capital) และรายจ่ายเพื่อการลงทุน (investment in fixed capital) ออกไปแล้ว ดังนั้น กิจการจึงสามารถนำกระแสเงินสดส่วนนี้มาจ่ายให้แก่ผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องกับกิจการได้แก่ เจ้าหนี้ หรือผู้ถือหุ้น

ดังนั้นงานวิจัยนี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาว่านิยามกระแสเงินสดอิสระรูปแบบใดที่ให้ข้อมูลที่มีคุณค่าและเกี่ยวข้องกับข้อมูลบัญชีมากที่สุด ซึ่งวัดได้จากความสัมพันธ์ระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระในแต่ละรูปแบบกับมูลค่าราคาตามตลาด นิยามกระแสเงินสดอิสระรูปแบบใดที่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าราคาตามตลาดสูง หมายถึง นิยามกระแสเงินสดอิสระนั้นสามารถให้คุณค่าและเกี่ยวข้องกับข้อมูลบัญชีมาก ในทางตรงกันข้ามนิยามกระแสเงินสดอิสระรูปแบบใดที่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าราคาตามตลาดต่ำ หมายถึง นิยามกระแสเงินสดอิสระนั้นสามารถให้คุณค่าและเกี่ยวข้องกับข้อมูลบัญชีน้อย เมื่องานวิจัยนี้สามารถแสดงให้เห็นว่านิยามกระแสเงินสดอิสระใดที่มีความเหมาะสมที่ให้ข้อมูลที่มีคุณค่าและเกี่ยวข้องกับข้อมูลบัญชีมากที่สุด ย่อมทำให้ผู้บริหารสามารถวิเคราะห์กระแสเงินสดอิสระในรูปแบบนั้นเพื่อวางแผนการบริหารเงินสดและสภาพคล่องได้อย่างมีประสิทธิภาพ โดยบริษัทไม่ควรถือครองเงินสดน้อยหรือมากเกินไปเกินความต้องการของกิจการ รวมทั้งสามารถเพิ่มประสิทธิภาพของการดำเนินการของกิจการในอนาคตได้เป็นอย่างดี อีกทั้งผู้ลงทุนสามารถคำนวณกระแสเงินสดอิสระของแต่ละบริษัทเพื่อใช้ทำนายความสามารถของกิจการและมูลค่าตามราคาตลาดได้ในอนาคต สุดท้ายนักวิจัยและนักวิชาการสามารถนำนิยามกระแสเงินสดอิสระที่มีคุณค่าและเกี่ยวข้องกับข้อมูลบัญชีมากที่สุดไปศึกษาเพิ่มเติมและพัฒนางานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับกระแสเงินสดอิสระของกิจการได้ในอนาคต

1.2 วัตถุประสงค์การวิจัย

1. เพื่อศึกษารูปแบบนิยามกระแสเงินสดอิสระที่ให้ข้อมูลที่มีคุณค่าและเกี่ยวข้องกับข้อมูลบัญชี
2. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระกับมูลค่าตามราคาตลาด
3. เพื่อศึกษาความแตกต่างนิยามกระแสเงินสดอิสระแยกตามกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดที่แตกต่างกัน

1.3 คำถามวิจัย

1. นิยามกระแสเงินสดอิสระรูปแบบใดที่ให้ข้อมูลที่มีคุณค่าและเกี่ยวข้องกับข้อมูลบัญชี
2. นิยามกระแสเงินสดอิสระรูปแบบใดที่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าตามราคาตลาดมากที่สุด
3. นิยามกระแสเงินสดอิสระมีความสัมพันธ์กับมูลค่าตามราคาตลาดที่แตกต่างแยกกันตามกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดที่แตกต่างกันหรือไม่

1.4 ขอบเขตการวิจัย

ตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับการคำนวณกระแสเงินสดอิสระที่มีนิยามในแต่ละรูปแบบ ประกอบด้วย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมการลงทุน รายจ่ายฝ่ายทุน เงินปันผลจ่าย ซึ่งรวบรวมข้อมูลจาก Datastream ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2554-2557

1.5 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

การกำหนดนิยามกระแสเงินสดอิสระที่ให้ข้อมูลด้านบัญชีและสามารถพยากรณ์มูลค่าตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพื่อให้นักลงทุนสามารถตัดสินใจได้ดีมากขึ้น

นักวิเคราะห์สามารถนำนิยามกระแสเงินสดอิสระที่ให้ข้อมูลด้านบัญชีและสามารถพยากรณ์มูลค่าตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไปใช้ประกอบการประเมินมูลค่าบริษัทหรือโครงการได้มีประสิทธิภาพมากขึ้น

นักวิชาการและนักวิจัยสามารถนำองค์ความรู้จากการศึกษานี้ไปพัฒนานิยามกระแสเงินสดอิสระที่ให้ข้อมูลด้านบัญชีและสามารถพยากรณ์มูลค่าตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไปใช้ในงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับกระแสเงินสดอิสระได้ในอนาคต

1.6 นิยามศัพท์เฉพาะ

กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน หมายถึง เงินสดสุทธิที่รับจากและใช้ไปในกิจกรรมหลักที่ก่อให้เกิดรายได้ของกิจการและกิจกรรมอื่นที่มีใช้กิจกรรมการลงทุนหรือกิจกรรมการจัดหาเงิน

กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน หมายถึง เงินสดสุทธิที่รับจากและใช้ไปในกิจกรรมการได้มาและจำหน่ายสินทรัพย์ระยะยาวและเงินทุนอื่น ซึ่งไม่รวมอยู่ในรายการเทียบเท่าเงินสด

รายจ่ายฝ่ายทุน หมายถึง ค่าใช้จ่ายในการลงทุนที่ใช้ในการซื้อสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนเพื่อใช้ในการดำเนินงานของบริษัท

มูลค่าตามราคาตลาด หมายถึง มูลค่าที่คำนวณจากราคาปิดของหลักทรัพย์จดทะเบียนควบกับจำนวนหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนปัจจุบัน

บทที่ 2

วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษารูปแบบนิยามกระแสเงินสดอิสระที่ให้ข้อมูลที่มีคุณค่า และเกี่ยวข้องกับข้อมูลบัญชีโดยวิเคราะห์จากความสัมพันธ์ระหว่างระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระ กับมูลค่าตามราคาตลาด รวมทั้งศึกษาความสัมพันธ์ดังกล่าวแยกตามกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตามราคา ตลาดดั่งนั้นผู้วิจัยจึงทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องในเรื่อง งบกระแสเงินสด กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน อัตราส่วนกระแสเงินสด รายจ่ายฝ่ายทุน และกระแสเงินสดอิสระ โดยมีรายละเอียดดังนี้

2.1 งบกระแสเงินสด

งบกระแสเงินสดเป็นส่วนหนึ่งของรายงานงบการเงิน โดยตั้งแต่เดือน พฤศจิกายน พ.ศ. 2530 คณะกรรมการกำหนดมาตรฐานการรายงานทางการเงินของสหรัฐอเมริกา (The Financial Accounting Standards Board: FASB) ออกประกาศ SFAS95 งบกระแสเงินสด โดยให้มีผลตั้งแต่วันที่ 15 กรกฎาคม 2531 ขณะที่คณะกรรมการมาตรฐานการบัญชีระหว่างประเทศ (International Accounting Standard Board: IASB) ประกาศใช้ IAS7 (1992) ตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม 2537 ขณะที่ประเทศไทย พระราชบัญญัติการบัญชี พ.ศ. 2543 ได้มีการออกประกาศ ก.บข. ฉบับที่ 42 (พ.ศ. 2543) ซึ่งได้กำหนดมาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 25 เรื่องงบกระแสเงินสด เพื่อให้เห็นการได้มา และการใช้ไปของเงินสดของกิจกรรมแยกตามกิจกรรมดำเนินงาน กิจกรรมการลงทุนและกิจกรรมการจัดหาเงิน

งบกระแสเงินสดมีการปรับปรุงมาแล้วหลายครั้ง โดยเริ่มต้นการปรับปรุงจากมาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 7 (ปรับปรุง 2552) ให้ถือปฏิบัติกับงบการเงินสำหรับรอบระยะเวลาบัญชีที่เริ่มในหรือหลังวันที่ 1 มกราคม 2554 เป็นต้นไป จากนั้นมีการปรับปรุงเป็น มาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 7 (ปรับปรุง 2555) ให้ถือปฏิบัติกับงบการเงินสำหรับรอบระยะเวลาบัญชีที่เริ่มในหรือหลังวันที่ 1 มกราคม 2557 เป็นต้นไป และฉบับปัจจุบันเป็นมาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 7 (ปรับปรุง 2557) ให้ถือปฏิบัติกับงบการเงินสำหรับรอบระยะเวลาบัญชีที่เริ่มในหรือหลังวันที่ 1 มกราคม 2558 เป็นต้นไป โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อการให้ข้อมูลเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงในอดีตของเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดของกิจการ ผ่านทางงบกระแสเงินสดในระหว่างรอบระยะเวลาเป็นเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กิจกรรมการลงทุนและกิจกรรมจัดหาเงิน โดยบริษัทต้องจัดทำงบกระแสเงินสดให้เป็นไป

ตามข้อกำหนดและนำเสนองบกระแสเงินสดเป็นส่วนหนึ่งของงบการเงินของกิจการที่นำเสนอในแต่ละรอบระยะเวลา ผู้ใช้งบการเงินใช้ข้อมูลเกี่ยวกับกระแสเงินสดเพื่อเป็นเกณฑ์ในการประเมินความสามารถของกิจการในการก่อให้เกิดเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด ความต้องการใช้ของกระแสเงินสด จังหวะเวลาและความแน่นอนของการก่อให้เกิดเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด ดังกล่าว

ผู้ใช้งบการเงินไม่ว่าจะเป็นผู้บริหารหรือนักลงทุนสามารถประเมินการเปลี่ยนแปลงในสินทรัพย์สุทธิ โครงสร้างทางการเงิน สภาพคล่อง ความสามารถในการจ่ายชำระหนี้ และความสามารถในการจัดการกระแสเงินสดทั้งจำนวนเงินและจังหวะเวลาให้เข้ากับการเปลี่ยนแปลงของสถานการณ์ของกิจการ นอกจากนี้นักลงทุนสามารถนำข้อมูลจากงบกระแสเงินสดไปสร้างแบบจำลองเพื่อประเมินและเปรียบเทียบมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดในอนาคตของกิจการที่ต่างกัน และใช้ในการเปรียบเทียบของผลการดำเนินงานของการรายงานที่แตกต่างกันได้ด้วย เนื่องจากได้มีการปรับปรุงรายการที่เกิดผลกระทบของวิธีปฏิบัติทางบัญชีที่แตกต่างกันสำหรับรายการและเหตุการณ์ที่เหมือนกันออกไปแล้ว

มาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 7 (ปรับปรุง 2557) นิยามคำศัพท์ที่ใช้ในการมาตรฐานการบัญชีฉบับนี้โดยมีความหมายโดยเฉพาะดังนี้

เงินสด ประกอบด้วย เงินสดในมือและเงินฝากธนาคารที่ต้องจ่ายคืนเมื่อทวงถาม

รายการเทียบเท่าเงินสด หมายถึง เงินลงทุนระยะสั้นที่มีสภาพคล่องสูง ซึ่งพร้อมที่จะเปลี่ยนแปลงเป็นเงินสดในจำนวนที่ทราบได้และความเสี่ยงที่ไม่มีนัยสำคัญต่อการเปลี่ยนแปลงในมูลค่า

กิจกรรมดำเนินงาน หมายถึง กิจกรรมหลักที่ก่อให้เกิดรายได้ของกิจการและกิจกรรมอื่นที่มีใช้กิจกรรมลงทุนหรือกิจกรรมจัดหาเงิน

กิจกรรมลงทุน หมายถึง การได้มาและการจำหน่ายสินทรัพย์ระยะยาวและเงินลงทุนอื่นซึ่งไม่รวมอยู่ในรายการเทียบเท่าเงินสด

กิจกรรมจัดหาเงิน หมายถึง กิจกรรมที่มีผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในขนาดและองค์ประกอบของส่วนเจ้าของและส่วนของการกู้ยืมของกิจการ

กระแสเงินสดที่จัดทำในงบกระแสเงินสดตามมาตรฐานฉบับนี้ ไม่รวมการเคลื่อนไหวของรายการที่ประกอบกันขึ้นเป็นเงินสดหรือรายการเทียบเท่าเงินสด เนื่องจากองค์ประกอบดังกล่าวเป็นส่วนของการบริหารเงินสดของกิจการมากกว่าเป็นส่วนของกิจกรรมดำเนินงาน กิจกรรมการลงทุนหรือกิจกรรมจัดหาเงิน โดยการบริหารเงินสดรวมถึงการนำเงินสดส่วนเกินไปลงทุนในรายการเทียบเท่าเงินสด

งบกระแสเงินสดต้องแสดงรายการกระแสเงินสดแยกเป็นสามกิจกรรมหลัก ได้แก่ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (Cash flow from operating activities) กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน (Cash flow from investing activities) และกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน (Cash flow from financing activities) โดยนำเสนอกระแสเงินสดในแต่ละกิจกรรมให้เหมาะสมกับธุรกิจของตนเองมากที่สุด เพื่อให้ผู้ใช้งบการเงินประเมินว่ากิจกรรมดังกล่าวมีผลกระทบต่อฐานะการเงินของกิจการ และจำนวนเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดของกิจการได้ รวมทั้งการประเมินความสัมพันธ์ที่เกิดขึ้นจากกิจกรรมดำเนินงาน กิจกรรมการลงทุนและกิจกรรมจัดหาเงิน

กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานและกระแสเงินสดจากกิจกรรมการลงทุนจะอธิบายในหัวข้อลำดับถัดไป ขณะที่กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินตามมาตรฐานบัญชีฉบับที่ 7 (ปรับปรุง 2557) หมายถึงการแสดงถึงประโยชน์ในการคาดคะเนสิทธิเรียกร้องของกระแสเงินสดในอนาคตจากผู้ให้เงินทุนแก่กิจการ กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน ประกอบด้วย กระแสเงินสดรับและกระแสเงินสดจ่าย เงินสดรับจากกิจกรรมจัดหาเงิน ได้แก่ เงินสดรับจากการออกหุ้นหรือตราสารทุนอื่น เงินสดรับจากการออกหุ้นกู้ เงินกู้ยืม ตัวเงิน พันธบัตร การจำนอง และเงินกู้ยืมระยะสั้นหรือระยะยาวอื่น ขณะที่เงินสดจ่ายจากกิจกรรมจัดหาเงิน ได้แก่ เงินสดจ่ายให้กับผู้เป็นเจ้าของเพื่อซื้อหรือไถ่ถอนหุ้นของกิจการนั้น เงินสดจ่ายชำระเงินกู้ยืมในแต่ละประเภท และเงินสดที่ผู้เช่าจ่ายเพื่อลดจำนวนคงเหลือของหนี้สินซึ่งเกี่ยวข้องกับสัญญาเช่าการเงิน

งบกระแสเงินสดเป็นเครื่องมือเพื่อช่วยลดปัญหาการประมาณค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นตามเกณฑ์คงค้าง ที่เป็นไปดุลพินิจของฝ่ายบริหาร เช่น การคิดค่าเสื่อมราคาสินทรัพย์ไม่หมุนเวียน การตัดจำหน่ายสินทรัพย์ไม่มีตัวตน ซึ่งมีความเป็นไปได้ว่าอาจทำให้เกิดการตกแต่งทางบัญชีได้ ปัจจุบันตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนดให้บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยต้องทำงบกระแสเงินสดในแต่ละไตรมาสและสถาบันการเงินใช้งบกระแสเงินสดควบคู่กับงบการเงินอื่นๆ ในการอนุมัติสินเชื่อ ขณะที่นักลงทุนประเมินความสามารถของกิจการที่จะก่อให้เกิดกระแสเงินสดในอนาคต ประเมินความสามารถในการชำระหนี้ ดอกเบี้ยจ่าย และจ่ายเงินปันผล ประเมินการลงทุนและจัดหาเงินทุนของกิจการที่เกี่ยวข้องกับเงินสด (วสันต์ กาญจนมุกตม, 2550) แต่อย่างไรก็ตามงบกระแสเงินสดสามารถตกแต่งบัญชีได้เช่นเดียวกันใน 2 กรณี ได้แก่

การเร่งหรือชะลอเวลาการรับรู้กระแสเงินสด โดยการรับรู้กระแสเงินสดเข้าเร็วกว่าที่กำหนด หรือการชะลอไม่ให้เกิดรายการค่าใช้จ่ายที่เป็นเงินสด เช่น ค่าฝึกอบรม ค่าวิจัยและพัฒนา เพื่อให้กิจการดูดีขึ้นในงวดบัญชีปัจจุบัน

การจัดประเภทกระแสเงินสดให้ดูดีขึ้น โดยการเปลี่ยนประเภทของกระแสเงินสดระหว่างกิจกรรมดำเนินงาน กิจกรรมการลงทุน และกิจกรรมจัดหาเงิน เช่น การบันทึกเช็คที่สั่ง

จ่ายแล้วให้กับผู้ขายแต่ยังไม่ขึ้นเงินไปรวมในบัญชีเจ้าหนี้การค้า เพื่อให้มีกระแสเงินสดจากการดำเนินงานดูดีขึ้น (สูงขึ้น) จากการเพิ่มขึ้นของเจ้าหนี้การค้าระหว่างงวดบัญชี

Keynes (1936) อธิบายถึงประโยชน์ของสินทรัพย์หมุนเวียนเช่น เงินสด ที่มีต่อกิจการไว้ 3 ข้อ คือ

1. เพื่อให้เกิดรายการทางธุรกิจได้ดำเนินงานตามปกติ (the transaction motive)
2. เพื่อป้องกันเหตุที่คาดไม่ถึงหรือสถานการณ์ฉุกเฉินและมีความจำเป็นต้องใช้สินทรัพย์หมุนเวียนในการแก้ไขปัญหา (the precautionary motive)
3. เพื่อเกิดความยืดหยุ่นในการทำกิจกรรมจัดหาเงินและลงทุนในอนาคตเมื่อแหล่งทุนภายนอกไม่เพียงพอหรือมีต้นทุนที่สูง (the speculative motive)

2.2 กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน

มาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 7 (ปรับปรุง 2557) อธิบายว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานเกิดจากกิจกรรมหลักที่ก่อให้เกิดรายได้ประกอบด้วยกระแสเงินสดรับและกระแสเงินสดจ่าย เงินสดรับจากกิจกรรมดำเนินงาน ได้แก่ เงินสดรับจากการขายสินค้าหรือให้บริการ เงินสดรับจากค่าธรรมเนียม ค่านายหน้า ค่าสิทธิและรายได้อื่นๆ ขณะที่เงินสดจ่ายสำหรับกิจกรรมดำเนินงาน ได้แก่ เงินสดจ่ายแก่ผู้ขายสินค้าหรือผู้ให้บริการ เงินสดจ่ายค่าวัตถุดิบ เงินสดจ่ายค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน เงินสดจ่ายให้แก่พนักงาน จำนวนเงินของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานแสดงให้เห็นถึงความสามารถในการดำเนินกิจการที่ก่อให้เกิดกระแสเงินสดที่เพียงพอต่อการจ่ายค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานของกิจการ การจ่ายชำระหนี้กู้ยืม จ่ายเงินปันผล และจ่ายสำหรับการลงทุนใหม่ๆ โดยไม่ต้องพึ่งพิงการจัดหาเงินจากแหล่งเงินทุนภายนอก เช่น การกู้ยืม หรือการเพิ่มทุน รวมทั้งข้อมูลดังกล่าวสามารถนำไปใช้ในการพยากรณ์กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในอนาคตได้ด้วย

นักวิจัยทั่วโลกได้ศึกษาความสำคัญของรายการเงินสด ระดับการถือครองเงินสดที่เหมาะสมกับกิจการและความสัมพันธ์ของรายการเงินสดกับผลการดำเนินงานของกิจการ โดยกระแสเงินสดมีความสำคัญต่อการตัดสินใจการลงทุนของกิจการเพื่อให้เกิดผลตอบแทนที่ดีในอนาคต บริษัทที่มีเงินสดสูงกว่าย่อมมีโอกาสลงทุนสูงกว่าบริษัทที่มีเงินสดน้อยกว่า (Habib, 2011) ซึ่งการลงทุนของกิจการมีหลากหลายรูปแบบ เช่น การซื้อกิจการ การลงทุนในโครงการใหม่ๆ รวมทั้งการขยายการผลิตที่มีอยู่ในปัจจุบัน

Oler & Picconi (2014) ทบทวนวรรณกรรมของโมเดลด้านการเงินเพื่อสามารถกำหนดระดับเงินสดของกิจการที่เหมาะสม โดยระดับของเงินสดเพิ่มโอกาสในการเติบโตทั้งของบริษัทและตลาด กิจการที่มีโอกาสเติบโตสูงมักจะรักษาระดับเงินสดที่สูงเพื่อเป็นแหล่งเงินทุนในการลงทุนของ

กิจการในอนาคต อีกทั้งการถือครองเงินสดสามารถเพิ่มความผันผวนของกระแสเงินสด ถ้ามีการถือครองเงินสดที่มากเกินไปหรือน้อยเกินไปอาจมีผลกระทบตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานของกิจการ ในอนาคตและผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นได้ โดยผลการศึกษาพบว่าการมีเงินสดไม่เพียงพอหรือมากเกินไป ความจำเป็นต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์เพื่อการดำเนินงานสุทธิ (RNOA) และอัตราผลตอบแทนหุ้นในอนาคต กิจการถือครองเงินสดมีวัตถุประสงค์เพื่อบริหารสภาพคล่องของบริษัท เมื่อเงินสดเหลือจะถูกจัดสรรเพื่อสร้างโอกาสในการลงทุน และการจ่ายปันผล หรือซื้อหุ้นบริษัทคืน แต่อย่างไรก็ตามมีงานวิจัยไม่มากที่ศึกษาว่าการที่มีเงินสดมากหรือน้อยจะมีผลกระทบต่อมูลค่าบริษัทอย่างไร

การวางแผนการเติบโตอย่างยั่งยืนภายใต้ข้อจำกัดของกระแสเงินสด ซึ่งแตกต่างจากอดีตที่ผ่านมาที่ศึกษาการวางแผนการเติบโตอย่างยั่งยืนภายใต้งบกำไรขาดทุนและงบแสดงฐานะการเงิน ซึ่งเหมาะสมกับบริษัทที่มีการลงทุนสูง (capital intensive) แต่ไม่เหมาะสมกับบริษัทที่เน้นการบริหารเงินทุนหมุนเวียน (working capital intensive) โดยเฉพาะบริษัทที่มีรอบระยะเวลาเงินทุนหมุนเวียนสูง ที่ควรให้ความสำคัญกับกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ซึ่งมีการศึกษาเรื่องนี้ค่อนข้างน้อย (Dreyer et. al., 2013)

นอกจากนี้ยังมีงานวิจัยที่ศึกษาระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานและราคาหลักทรัพย์ ผลการศึกษาพบว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์และให้ข้อมูลที่คุณค่าได้ดีกว่ารายการคงค้าง (พัชรสุตา ปัญญาชื่นสกุลสุข, พงศ์พรต ฉัตรภรณ์, วิลาสินี วงศ์แก้ว. 2555) แต่ผลการวิจัยดังกล่าวแสดงผลที่ขัดแย้งกับงานวิจัยจำนวน 100 บริษัทระหว่างปี 1992-2002 ของตลาดหุ้นจากการ์ต้า ผลการศึกษาพบว่าเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานไม่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ (Taani, 2011)

ผลกระทบของอัตรากำไร สภาพคล่อง หนี้สินต่อทุน อัตราส่วนตลาด สินทรัพย์รวม และเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงาน ที่มีผลต่อกำไรต่อหุ้น (Earning per share) จากกลุ่มตัวอย่างจำนวน 40 บริษัทในตลาดหุ้น Amman ผลการศึกษาพบว่าอัตราผลตอบแทนต่อหุ้น (Return on equity, ROE) ราคาต่อมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (Price per book value, PBV) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (Cash flow from operating activity, CFO) หนี้สินต่อทุน (Debt to equity, DE) มีผลต่อกำไรต่อหุ้น นอกจากนี้ผลการวิจัยของ Daniat & Suhairi (2006) พบว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมการลงทุน กำไรขั้นต้น และขนาดบริษัทมีผลต่อความคาดหวังผลตอบแทนต่อหุ้น ในขณะที่เงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานไม่ได้มีผล

2.3 กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน

กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนตามมาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 7 (ปรับปรุง 2557) หมายถึง รายจ่ายที่จ่ายเพื่อให้ได้มาซึ่งทรัพยากรและสินทรัพย์ต่าง ๆ เพื่อก่อให้เกิดรายได้และกระแสเงินสดในอนาคต โดยรายจ่ายที่สามารถจัดประเภทเป็นกิจกรรมลงทุนได้ต่อเมื่อมีผลกระทบต่อการรับรู้สินทรัพย์ในการบ่งแสดงฐานะการเงิน โดยกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนสามารถแบ่งเป็น กระแสเงินสดรับและกระแสเงินสดจ่าย ตัวอย่างกระแสเงินสดรับ ได้แก่ เงินสดรับจากการขายสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนต่างๆ ของกิจการ เช่น เงินสดรับจากการขายที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สินทรัพย์ไม่มีตัวตน และสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนอื่นๆ เงินสดรับจากการขายตราสารทุนหรือตราสารหนี้ของกิจการอื่นๆ และส่วนได้เสียในการร่วมค้า เงินสดรับชำระคืนจากเงินจ่ายล่วงหน้าและเงินให้กู้ยืมแก่บุคคลอื่น เงินสดรับจากการขายสัญญาฟิวเจอร์และสัญญาฟอร์เวิร์ด สัญญาให้สิทธิเลือก และสัญญาแลกเปลี่ยน ยกเว้นสัญญาดังกล่าวถือไว้เพื่อซื้อขายหรือเพื่อค้า ส่วนตัวอย่างกระแสเงินสดจ่ายสำหรับกิจกรรมการลงทุนได้แก่ เงินสดจ่ายซื้อสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนต่างๆ ของกิจการเพื่อใช้ประโยชน์ทางเศรษฐกิจในอนาคต เช่น เงินสดจ่ายเพื่อซื้อที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ สินทรัพย์ไม่มีตัวตน และสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนอื่นๆ รวมทั้งเงินสดจ่ายสำหรับต้นทุนในการพัฒนาสินทรัพย์ และเงินสดจ่ายที่เกี่ยวข้องกับที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ที่กิจการสร้างขึ้นเอง เงินสดจ่ายเพื่อให้ได้มาซึ่งตราสารทุนหรือตราสารหนี้ของกิจการอื่นๆ และส่วนได้เสียในการร่วมค้า เงินสดจ่ายล่วงหน้าและเงินให้กู้ยืมแก่บุคคลอื่น เงินสดที่จ่ายเพื่อซื้อสัญญาฟิวเจอร์และสัญญาฟอร์เวิร์ด สัญญาให้สิทธิเลือกและสัญญาแลกเปลี่ยน ยกเว้นสัญญาดังกล่าวถือไว้เพื่อซื้อขายหรือเพื่อค้า

แต่อย่างไรก็ตามงานวิจัยที่ผ่านมาพบว่า บางครั้งการลงทุนของบริษัทไม่ได้สร้างผลตอบแทนตามที่คาดหวังไว้เนื่องจากการลงทุนที่เกินความจำเป็น อีกทั้งเป้าหมายระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้นที่ไม่ตรงกันตามทฤษฎีตัวแทน (Richardson, 2005) ทำให้กระแสเงินสดไม่มีผลตอบแทนของกิจการไม่ว่าจะวัดจาก EPS ROE ROA หรือราคาหุ้น (Fu, 2009) บริษัทที่มีเงินสดมาก จะมีการลงทุนที่มากตามไปด้วย (Bates, 2005) บริษัทที่มีการลงทุนมาก ส่วนมากจะเป็นกลุ่มบริษัทที่มีกระแสเงินสดอิสระมาก (Richardson, 2005)

ทฤษฎีตัวแทนอธิบายแนวคิดว่าเมื่อมีความขัดแย้งในแนวคิดการบริหารเงินสดระหว่างผู้บริหารกับนักลงทุน ผู้บริหารมักใช้เงินสดในการดำเนินธุรกิจทั่วไปหรือลงทุนโดยไม่คำนึงถึงผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจากการลงทุน แต่ผู้ถือหุ้นต้องการใช้เงินสดในการลงทุนด้วยการซื้อกิจการเพื่อสร้างโอกาสในการเติบโตทางธุรกิจและได้ผลตอบแทนที่ดีในอนาคต

เงินสดจากกิจกรรมการลงทุน กำไรขั้นต้น และขนาดบริษัทมีผลต่อความคาดหวังผลตอบแทนต่อหุ้น ในขณะที่เงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานไม่ได้มีผล (Daiat & Suhairi, 2006) แต่การ

ลงทุนมากเกินไปจะทำให้ผลผลิตภาพของสินทรัพย์ด้อยลง และมีความสัมพันธ์ตรงข้ามระหว่างการลงทุน และผลการดำเนินงานของกิจการ (Fu, 2009)

2.4 อัตราส่วนกระแสเงินสด

นักวิชาการจำนวนมากวิจัยคุณลักษณะของตัววัดผลประกอบการที่มีคุณภาพ เช่น ความคงอยู่ (persistence) มีความสามารถในการพยากรณ์ การปรับแต่งตัวเลข (smoothness) ทันเวลา (timeliness) เพื่อให้ข้อมูลมีประโยชน์ในการประเมินบริษัทและอธิบายถึงความเสี่ยงที่มีผล ต่อผลการดำเนินงานของบริษัท

งานวิจัยนี้ศึกษาตัวชี้วัดผลประกอบการ 8 ตัว ได้แก่ ยอดขาย กำไรก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ค่าใช้จ่ายทางภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (Earning before interesting expense, tax expense, depreciation, and amortization, EBITDA) กำไรจากการดำเนินงาน กำไรก่อนภาษี กำไรก่อนรายการพิเศษและการดำเนินงานที่ไม่ต่อเนื่อง กำไรสุทธิ กำไรขาดทุน เบ็ดเสร็จ และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ซึ่งผลการศึกษาแสดงว่าไม่มีตัวชี้วัดตัวใดตัวหนึ่งที่โดดเด่นกว่าตัวอื่น โดยแนะนำให้ใช้ตัวชี้วัดเหล่านี้ร่วมกันจะให้ประโยชน์แก่องค์กรมากกว่า และผล การศึกษาสอดคล้องกับโครงการที่ศึกษาร่วมกับคณะกรรมการกำหนดมาตรฐานการรายงานทาง การเงินของสหรัฐอเมริกา (The Financial Accounting Standards Board: FASB) และ คณะกรรมการกำหนดมาตรฐานการบัญชีระหว่างประเทศ (The International Accounting Standards Board: IASB) ว่าควรกำหนดให้องค์กรรายงานผลรวม เช่น กำไรจากการดำเนินงาน EBITDA กำไรสุทธิในงบการเงิน และผลการศึกษาชี้แนะให้ผู้กำหนดมาตรฐานควรมุ่งเน้นในการ พัฒนาและส่งเสริมให้รายงานผลการดำเนินงานและงบกระแสเงินสดถึงเป็นปัจจัยของความยั่งยืนและ แสดงรายการกระแสเงินสดในแต่ละรายการ ยอดรวมของแต่ละรายการ และยอดรวมทั้งหมด ด้วย

อัตราส่วนเงินสดของบริษัทจำกัดต่ำกว่าบริษัทมหาชน ซึ่งมีความแตกต่างทั้ง leverage ค่าใช้จ่ายการลงทุน (capital expenditures) การสร้างกระแสเงินสดภายใน (internally generated cash flow) และบรรษัทภิบาล (corporate governance) และยังศึกษาพบว่าเงินสดที่ บริษัทถือไว้มีสัมพันธ์ทางบวกกับผลประกอบการของบริษัทจำกัดในอนาคต แต่ไม่มีความสัมพันธ์กับ ผลประกอบการของบริษัทมหาชน สมการที่ศึกษาคือ เงินสดต่อสินทรัพย์รวมปี_tและปี_{t+1}แปรผัน ตามหนี้สินรวม อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น กระแสเงินสด (กำไรบวกค่าเสื่อม) ต่อสินทรัพย์ รวม Log ของสินทรัพย์รวม และเงินทุนหมุนเวียนสุทธิ (ผู้ถือหุ้น+หนี้สินรวม-เจ้าหนี้การค้า) ต่อ สินทรัพย์รวม ค่ามัธยฐานของความผันผวนเงินสดของอุตสาหกรรม (Anagnostopoulou, 2013)

Joost (2007) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตรากระแสเงินสดกับบริษัทที่ไม่สามารถจ่ายหนี้ได้เมื่อครบกำหนดระยะเวลาชำระ จากการศึกษาอัตราส่วนทั้งหมด 8 ตัว ได้แก่ อัตราส่วนกระแสเงินสดต่อยอดขาย อัตราส่วนกระแสเงินสดต่อสินทรัพย์ทั้งหมด อัตราส่วนกระแสเงินสดต่อรายจ่ายลงทุน อัตราส่วนกระแสเงินสดต่อหนี้สินทั้งหมด อัตราส่วนกระแสเงินสดต่อดอกเบี้ยจ่ายหนี้สินและเงินปันผลจ่าย อัตราส่วนกระแสเงินสดต่อดอกเบี้ยจ่าย อัตรากระแสเงินสดต่อเงินปันผลจ่าย และอัตราส่วนกระแสเงินสดต่อกำไรจากการดำเนินงาน โดยพบว่าอัตราส่วนกระแสเงินสดต่อหนี้สินทั้งหมดเป็นอัตราส่วนการทำนายบริษัทที่ไม่สามารถจ่ายหนี้เมื่อถึงกำหนดระยะเวลาชำระได้ดีที่สุด บริษัทที่ไม่สามารถชำระหนี้ได้จะมีเงินสดสำรองน้อย ทำให้ไม่สามารถที่จะจ่ายหนี้สินและจะก่อให้เกิดหนี้เพิ่มมากขึ้น จากการศึกษาพบว่างบกำไรขาดทุนและงบแสดงฐานะการเงินไม่เพียงพอต่อการวัดสภาพคล่อง ถึงแม้ว่าบริษัทมีอัตราส่วนสภาพคล่องเป็นบวกและมีกำไรที่เพิ่มขึ้น แต่อาจมีปัญหาด้านเงินสดก็ได้ ดังนั้นอัตราส่วนที่พัฒนาจากงบกระแสเงินสดสามารถช่วยให้ข้อมูลเพิ่มขึ้นมากกว่าการใช้อัตราส่วนการเงินที่คำนวณจากงบกำไรขาดทุนและงบแสดงฐานะการเงินตามเกณฑ์คงค้างเพียงอย่างเดียวในการวิเคราะห์จุดแข็งและจุดอ่อนขององค์กร

Arinovic-Barac (2011) ได้สรุปอัตราส่วนเงินสดที่ใช้ในงานวิจัยของ Carslaw and Mills(1999) Zeller (1991) Jooste (2004) Sharma and Iselin (2003) และ Barac (2008) เป็น 4 กลุ่ม ได้แก่ อัตราส่วนสภาพคล่อง อัตราส่วนกำไร อัตราส่วนความสามารถการชำระหนี้ และอัตราส่วนประสิทธิภาพการลงทุน ดังแผนภาพที่ 2.1

RATIO	DESCRIPTION	RATIO	DESCRIPTION
LIQUIDITY RATIOS		PROFITABILITY RATIOS	
CFR- cash flow ratio	$\frac{\text{Operating cash flow}}{\text{Current liabilities}}$	CROA - cash return on assets	$\frac{\text{Operating cash flow}}{\text{Total assets}}$
CNCR - critical needs cover ratio	$\frac{\text{Operating CF} + \text{Interest paid}}{\text{Interest} + \text{curr. debts} + \text{dividends}}$	CROE - cash return on equity	$\frac{\text{Operating cash flow}}{\text{Owner's equity}}$
FCF1/OCF	$\frac{\text{Free cash flow 1}}{\text{Operating cash flow}}$	CROS - cash return on sales	$\frac{\text{Operating cash flow}}{\text{Sales revenue}}$
FCF2/OCF	$\frac{\text{Free cash flow 2}}{\text{Operating cash flow}}$	EQ - earnings quality	$\frac{\text{Operating cash flow}}{\text{EBIT}}$
SOLVENCY RATIOS		INVESTMENT EFFICIENCY RATIOS	
CFO/TD-operating cash flow to total debt	$\frac{\text{Operating cash flow}}{\text{Total liabilities}}$	CFPS - cash flow per share	$\frac{\text{OCF} - \text{Prefer dividend}}{\text{No of ordinary shares}}$
CICR - cash interest coverage ratio	$\frac{\text{OCF} - \text{Current debt} + \text{Interest}}{\text{Interest paid}}$	PCFR - price to cash flow ratio	$\frac{\text{Average market price}}{\text{Cash flow per share}}$

Source: Aljinović Barac⁴³

แผนภาพที่ 2.1 อัตราส่วนเงินสด

2.5 รายจ่ายฝ่ายทุน (Capital Expenditure)

รายจ่ายฝ่ายทุนหรือค่าใช้จ่ายในการลงทุนที่ใช้ในการซื้อสินทรัพย์เพื่อใช้ในการดำเนินงานของบริษัทโดยเฉพาะการซื้อสินทรัพย์ไม่หมุนเวียน เช่น ที่ดิน อาคาร อุปกรณ์ โดยรายจ่ายฝ่ายทุนสามารถแบ่งเป็น 3 ส่วน ได้แก่

1. ค่าใช้จ่ายเพื่อซื้อสินทรัพย์ใหม่ (New Investment CAPEX) เป็นค่าใช้จ่ายสำหรับการซื้อสินทรัพย์ใหม่ๆ เพื่อรองรับการขยายตัวของบริษัทในอนาคต โดยการซื้อสินทรัพย์เพื่อขยายกำลังการผลิตหรือบริการให้สอดคล้องกับแผนงานอนาคตของบริษัท

2. ค่าใช้จ่ายเพื่อบำรุงรักษาสินทรัพย์ (Maintenance CAPEX) เป็นค่าใช้จ่ายสำหรับการบำรุงรักษาสินทรัพย์ดำเนินงานให้อยู่ในสภาพที่สามารถใช้งานได้ตามปกติ เช่น ค่าใช้จ่ายบำรุงรักษาเครื่องจักรหรืออุปกรณ์เพื่อให้สามารถผลิตหรือบริการลูกค้าได้ตามปกติ

3. ค่าใช้จ่ายซื้อสินทรัพย์ทดแทน (Replacement CAPEX) เป็นค่าใช้จ่ายในการซื้อสินทรัพย์ใหม่เพื่อนำมาทดแทนสินทรัพย์เก่าที่เสื่อมสภาพลงและไม่สามารถใช้งานได้ บริษัทจึงจำเป็นต้องเปลี่ยนสินทรัพย์เก่าออกด้วยการแทนที่ด้วยสินทรัพย์ใหม่ที่ทำให้บริษัทดำเนินงานตามปกติ

2.6 กระแสเงินสดอิสระ

กระแสเงินสด หมายถึง จำนวนเงินสดที่ไหลเข้าและไหลออกจากบัญชีของบริษัท ขณะที่ กระแสเงินสดอิสระเป็นส่วนหนึ่งของกระแสเงินสด โดยกระแสเงินสดอิสระ หมายถึง กระแสเงินสดที่ฝ่ายบริหารสามารถนำไปใช้ได้โดยอิสระตามความต้องการ โดยไม่ทำให้บริษัทต้องออกจากธุรกิจ เช่น ไม่รักษาระดับกำลังการผลิตที่มีอยู่ ไม่เงินปันผลของหุ้นบริมสิทธิที่ครบกำหนด กระแสเงินสดอิสระเป็นบวกแสดงว่าบริษัทสามารถสร้างเงินสดได้มากกว่าที่ใช้ไปในการดำเนินงานของบริษัท และจ่ายซื้อสินทรัพย์เพื่อการลงทุน ขณะที่กระแสเงินสดอิสระเป็นลบแสดงว่าบริษัทสร้างเงินสดจากการดำเนินงานได้น้อยกว่าค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานและค่าใช้จ่ายซื้อสินทรัพย์เพื่อการลงทุน แต่ไม่หมายความว่ากระแสเงินสดอิสระเป็นลบจะส่งผลไม่ดีแก่กิจการ เพราะอาจหมายถึงบริษัทมีการลงทุนจำนวนมากเพื่อหวังผลประโยชน์ตอบแทนทางเศรษฐกิจในอนาคต

นักลงทุนนิยมใช้กระแสเงินสดเป็นตัวชี้วัดผลการดำเนินงานของบริษัทไม่แตกต่างจากดัชนีชี้วัดตัวอื่นๆ เช่น กำไรสุทธิ ราคาหุ้นต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (P/E Ratio) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์หรืออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น แต่กระแสเงินสดอิสระเป็นจำนวนสดที่เหลือจริงๆ จากการดำเนินงานที่ยังไม่มีการปรับปรุงตามเกณฑ์คงค้างในงบกำไรขาดทุน ทำให้ปัจจุบันนักลงทุน

จำนวนมากนิยมใช้กระแสเงินสดอิสระในการประเมินผลการดำเนินงานของกิจการมากกว่ากำไรสุทธิ เพราะกระแสเงินสดอิสระยากต่อการปรับแต่งตัวเลขมากกว่ากำไรสุทธิที่ใช้เกณฑ์คงค้างในการจัดทำบัญชี นอกจากนี้กระแสเงินสดอิสระยังสร้างโอกาสให้แก่บริษัทในการสร้างมูลค่าและความมั่งคั่งให้แก่ผู้ถือหุ้น ถ้าปราศจากเงินสดบริษัทยากที่จะพัฒนาสินค้าใหม่ ขยายกิจการ ซื้อกิจการอื่น จ่ายปันผล จ่ายดอกเบี้ย และจ่ายคืนหนี้ของกิจการ

งานวิจัยในอดีตนักวิจัยและนักวิชาการให้นิยามกระแสเงินสดอิสระที่แตกต่างกัน โดยสามารถแบ่งเป็นสองมุมมอง ได้แก่ มุมมองด้านบัญชีและมุมมองด้านการเงิน การทบทวนวรรณกรรมพบว่า การศึกษาของด้านการเงินมีการนิยามการวัดกระแสเงินสดอิสระที่ไม่หลากหลาย เท่ากับ มุมมองของบัญชี ที่นิยามกระแสเงินสดอิสระที่ให้คำจำกัดความที่หลากหลายมากกว่า

สำหรับนิยามการวัดกระแสเงินสดอิสระในมุมมองด้านการเงิน Jensen (1986) นิยามกระแสเงินสดอิสระ หมายถึง กระแสเงินสดที่มีมากกว่าความต้องการเพื่อใช้เป็นเงินทุนสำหรับโครงการทั้งหมดที่มีค่ามูลค่าปัจจุบันสุทธิ (Net Present Value, NPV) เป็นบวก โดยมีอัตราส่วนลด (Discount Rate) เท่ากับต้นทุนเงินทุน ซึ่งมีนักการเงินหลายท่านเห็นด้วยกับแนวคิดดังกล่าว แต่ไม่ได้มีการเปิดเผยต่อสาธารณะมากนักเนื่องจากบริษัทไม่มีการเปิดเผยโครงการที่บริษัทลงทุน นักวิเคราะห์จึงไม่สามารถคำนวณกระแสเงินสดอิสระของแต่ละบริษัทตามนิยามนี้ได้

สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2015) ได้นิยามกระแสเงินสดอิสระเป็นสองลักษณะคือ กระแสเงินสดอิสระของกิจการ (Free cash flow to firm, FCFF) และ กระแสเงินสดอิสระของส่วนของผู้ถือหุ้น (Free cash flow to equity, FCFE)

กระแสเงินสดอิสระของกิจการ เป็นกระแสเงินสดหลังจากได้หักค่าใช้จ่ายต่างๆ ในการดำเนินงาน ตลอดจนภาษีจ่ายของกิจการไปแล้ว รวมทั้งหักผลกระทบของเงินทุนหมุนเวียน (working capital) และรายจ่ายเพื่อการลงทุน (investment in fixed capital) ออกไปแล้ว ดังนั้นกิจการจึงสามารถนำกระแสเงินสดส่วนนี้มาจ่ายให้แก่ผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องกับกิจการได้แก่ เจ้าหนี้ หรือผู้ถือหุ้น

ขณะที่ กระแสเงินสดอิสระของส่วนของผู้ถือหุ้น หมายถึง กระแสเงินสดที่ได้จากการดำเนินงานของกิจการ และได้หักภาระผูกพันต่างๆ ของหนี้สิน รวมถึงรายจ่ายเพื่อการลงทุน ผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงของเงินทุนหมุนเวียนและการจ่ายปันผลแก่ผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิของกิจการ (หากกิจการมีการออกจำหน่ายหุ้นบุริมสิทธิ) ไปแล้ว ดังนั้นกระแสเงินสดส่วนที่เหลือจึงกลายเป็นเงินของเจ้าของหรือผู้ถือหุ้น

นิยามกระแสเงินสดอิสระของกิจการและกระแสเงินสดอิสระของผู้ถือหุ้นต่างกันว่า กระแสเงินสดอิสระของกิจการยังไม่มีหักภาระผูกพันและการจ่ายปันผลแก่ผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิ โดยมีวัตถุประสงค์หลักเพื่อจ่ายคือเจ้าหนี้ที่กิจการมีภาระผูกพันและผู้ถือหุ้น ขณะที่กระแสเงินสดอิสระของผู้ถือหุ้นเป็นกระแสเงินสดที่เหลือภายหลังการหักภาระผูกพันและการจ่ายปันผลแก่ผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิ

ของกิจการ โดยมีวัตถุประสงค์ที่จะนำกระแสเงินสดที่เหลือนั้นไปจ่ายให้กับผู้ถือหุ้นเป็นหลักเท่านั้น แต่เนื่องจากบริษัทในประเทศไทยไม่มีการออกหุ้นบุริมสิทธิมากนัก ทำให้นิยามกระแสเงินสดอิสระทั้งสองรูปแบบต่างกัันที่ก่อนการจ่ายภาระผูกพันและภายหลังการจ่ายภาระผูกพันของบริษัท

นิยามกระแสเงินสดอิสระของมุมมองด้านบัญชี เริ่มต้นจาก บริษัท Mandalay Resort ซึ่งเป็นบริษัทแรกที่รายงานกระแสเงินสดอิสระในรายงานประจำปี 2531 (1988) ได้ให้นิยามกระแสเงินสดอิสระในครั้งแรกของการทำงานรายการกระแสเงินสดอิสระไว้ คือ กำไรจากการดำเนินงาน (operating income) แต่ในปีพ.ศ. 2543 (ค.ศ. 2000) บริษัทได้มีการบวกลับ ค่าใช้จ่ายก่อนเปิดการดำเนินงาน (pre-opening expenses) ขาดทุนจากการยกเลิก (abandonment loss) ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (depreciation and amortization) ดอกเบี้ย เงินปันผล รายได้อื่นๆ และใช้สำหรับการซื้อเครื่องจักรอุปกรณ์และสินทรัพย์อื่นๆ เพื่อใช้ในการคำนวณกระแสเงินสดอิสระ

ขณะที่รายการกระแสเงินสดอิสระของบริษัทโคคาโคล่า ก่อนปีพ.ศ. 2542 (ค.ศ. 1999) คำนวณกระแสเงินสดอิสระ จาก ผลต่างระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานและกิจกรรมการลงทุน แต่ในปี 1999 บริษัทได้มีการเปลี่ยนแนวทางการคำนวณกระแสเงินสดอิสระ เป็นผลต่างระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานหักด้วยเงินลงทุนทางธุรกิจ (การซื้อกิจการและการลงทุน)

เมื่อมีการทบทวนนิยามกระแสเงินสดอิสระในวารสารและเว็บไซต์ด้านการลงทุนและการเงิน พบว่าแต่ละแหล่งข้อมูลได้ให้นิยามกระแสเงินสดอิสระที่แตกต่างกันดังนี้

Money Magazine นิยาม กระแสเงินสดอิสระ หมายถึง กำไรจากการดำเนินงาน – รายจ่ายฝ่ายทุน – การเปลี่ยนแปลงของเงินทุนหมุนเวียน

Forbes Magazine นิยามกระแสเงินสดอิสระ หมายถึง กำไรสุทธิ + ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย + หรือ - เงินทุนหมุนเวียน – รายจ่ายฝ่ายทุน

The Motley Fool นิยามกระแสเงินสดอิสระ หมายถึง กำไรสุทธิ + ค่าเสื่อมราคา - การเปลี่ยนแปลงของเงินทุนหมุนเวียน + หรือ - เงินสดจ่ายภาษี

Investor Links นิยามกระแสเงินสดอิสระ หมายถึง กำไรสุทธิ+ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย-รายจ่ายฝ่ายทุน- เงินปันผลจ่าย

Advisor Inner Circle Fund นิยามกระแสเงินสดอิสระ หมายถึง กำไรสุทธิ + ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย – รายจ่ายฝ่ายทุน

Subramantam & Wild (2009) นิยามกระแสเงินสดอิสระ หมายถึง กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน –รายจ่ายฝ่ายทุน เพื่อรักษากำลังการผลิต (CEMPC) – เงินปันผล หรือเท่ากับ กำไรจากการดำเนินงานหลังหักภาษี (Net operating profit after tax, NOPAT) – การเพิ่มขึ้นของสินทรัพย์ดำเนินงาน

Kieso, Weygandt, and Warfield (2013) นิยามกระแสเงินสดอิสระ หมายถึง กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน – รายจ่ายฝ่ายทุน – เงินปันผล

Standard and Poor นิยามกระแสเงินสดอิสระ หมายถึง กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงาน – กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุน – เงินปันจ่ายทั้งหมด (ทั้งหุ้นสามัญและหุ้นบุริมสิทธิ)

สำหรับงานวิจัยในประเทศไทย พบว่ารูปแบบความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดอิสระ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ และมูลค่าเพิ่มทางการตลาดที่ส่งผลต่อราคาของหลักทรัพย์ จากกลุ่มตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100 ระหว่างปีพ.ศ. 2551-2555 โดยใช้แบบจำลองของสมการโครงสร้าง ผลการศึกษาพบว่า แบบจำลองดังกล่าวมีผลต่อราคาของหลักทรัพย์และสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ โดยที่มูลค่าเพิ่มทางการตลาดและกระแสเงินสดอิสระมีอิทธิพลทางตรงต่อราคาของหลักทรัพย์ โดยกระแสเงินสดอิสระคำนวณจากเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงาน หักด้วย รายจ่ายลงทุน ซึ่งเป็นเครื่องมือที่ผู้บริหารใช้ในการบริหารบริษัทเพื่อให้มีมูลค่าสูงสุด โดยประมาณการจากกระแสเงินสดในอนาคตที่เกิดขึ้นจริงสำหรับนักลงทุน นอกจากนี้ยังพบว่า มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (economic value added) มีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับราคาหลักทรัพย์ (อาชาณ สมนึกและนิรนาท, 2557)

Maksy & Chen (2014) ศึกษาว่านิยามของกระแสเงินสดอิสระใดที่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นมากที่สุด เนื่องจากงานวิจัยในอดีตและแหล่งข้อมูลการบัญชีและการเงินอธิบายนิยามของกระแสเงินสดที่หลากหลายและแตกต่างกัน จึงทำการวิจัยเพื่อหานิยามของกระแสเงินสดที่มีข้อมูลที่มีคุณค่ามากที่สุด โดยทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสด 9 รูปแบบกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นต่อหุ้นของบริษัทที่มีรายชื่อในแหล่งข้อมูล Compustat ระหว่างปี 1988 ถึง 2010 จำนวน 115,940 ตัวอย่าง การวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์คือการเปลี่ยนแปลงกำไรต่อหุ้น การเปลี่ยนแปลงเงินปันผลจ่ายต่อหุ้น การเปลี่ยนแปลงมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น รายได้รวม สินทรัพย์รวม โดยนิยามกระแสเงินสดอิสระทั้ง 9 รูปแบบที่ศึกษาครั้งนี้ ได้แก่

รูปแบบที่ 1 เท่ากับ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน – รายจ่ายฝ่ายทุนเพื่อรักษาระดับกำลังการผลิต (Capital expenditure required to maintain productivity capacity)

รูปแบบที่ 2 เท่ากับ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน – รายจ่ายฝ่ายทุน

รูปแบบที่ 3 เท่ากับ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน – กระแสเงินสดจากกิจกรรมการลงทุน

รูปแบบที่ 4 เท่ากับ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน – รายจ่ายฝ่ายทุนเพื่อรักษาระดับกำลังการผลิต – เงินปันผลหุ้นบุริมสิทธิ

รูปแบบที่ 5 เท่ากับ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน – รายจ่ายฝ่ายทุน – เงินปันผลหุ้นบุริมสิทธิ

รูปแบบที่ 6 เท่ากับ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน – กระแสเงินสดจากกิจกรรมการลงทุน – เงินปันผลหุ้นบุริมสิทธิ

รูปแบบที่ 7 เท่ากับ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน – รายจ่ายฝ่ายทุนเพื่อรักษาระดับกำลังการผลิต – เงินปันผลจ่ายทั้งหมดแก่ผู้ถือหุ้นสามัญและหุ้นบุริมสิทธิ

รูปแบบที่ 8 เท่ากับ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน – รายจ่ายฝ่ายทุน – เงินปันผลจ่ายทั้งหมดแก่ผู้ถือหุ้นสามัญและหุ้นบุริมสิทธิ

รูปแบบที่ 9 เท่ากับ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน – กระแสเงินสดจากกิจกรรมการลงทุน – เงินปันผลจ่ายทั้งหมดแก่ผู้ถือหุ้นสามัญและหุ้นบุริมสิทธิ

ผลการวิจัยพบว่านิยามกระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 1 รูปแบบที่ 3 รูปแบบที่ 4 รูปแบบที่ 6 รูปแบบที่ 7 และรูปแบบที่ 9 มีความสัมพันธ์ทางบวกกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 ขณะที่นิยามกระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 2 รูปแบบที่ 5 และรูปแบบที่ 8 มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติที่ทดสอบ

การวิจัยนี้สามารถสรุปได้ว่านิยามกระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 6 โดยคำนวณจากกระแสเงินสดที่คำนวณจากกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ลบกระแสเงินสดออกจากกิจกรรมการลงทุน ลบด้วยกระแสเงินสดจากการจ่ายปันผลของหุ้นบุริมสิทธิ ซึ่งเป็นนิยามที่มีความเกี่ยวข้องกับผู้ใช้ข้อมูลด้านบัญชีมากที่สุด เพื่อใช้ในการพยากรณ์การเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น

จากการทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับกระแสเงินสดอิสระ พบว่างานวิจัยต่างให้นิยามกระแสเงินสดอิสระที่แตกต่างกัน ทำให้เกิดคำถามในการวิจัยว่านิยามกระแสเงินสดอิสระรูปแบบใดที่ให้ข้อมูลที่มีคุณค่าและเกี่ยวข้องกับข้อมูลบัญชีมากที่สุด โดยศึกษาจากความสัมพันธ์ระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระที่มีรูปแบบแตกต่างกันกับมูลค่าตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่ใช้เป็นกลุ่มตัวอย่างในการศึกษาครั้งนี้ไม่มีการออกหุ้นบุริมสิทธิจึงตัดสมมติฐานการของนิยามกระแสเงินสดอิสระที่เกี่ยวข้องกับเงินปันผลจากหุ้นบุริมสิทธิเหลือเพียงสมมติฐานนิยามกระแสเงินสดอิสระเพียง 4 รูปแบบ ดังนี้

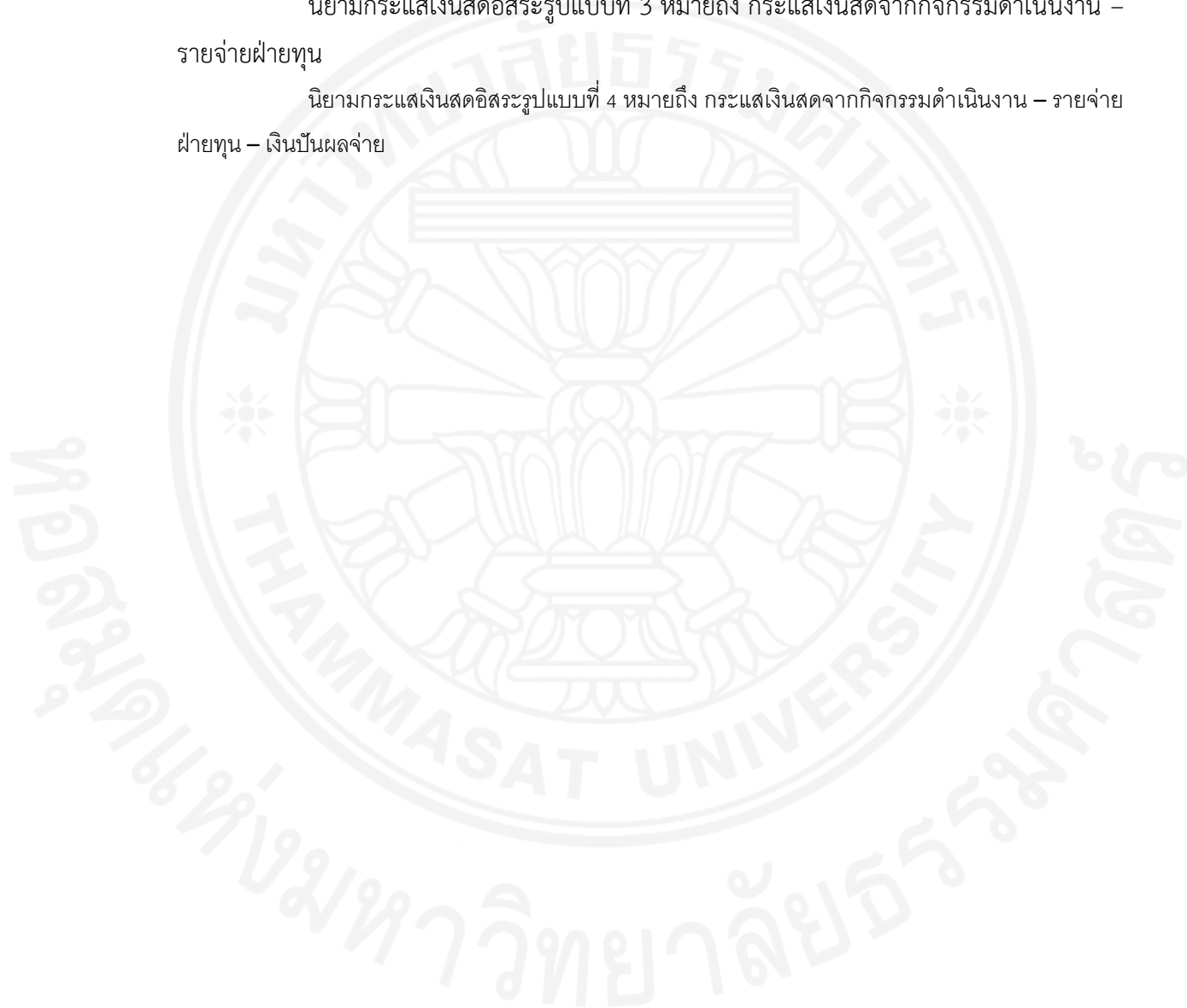
H₁: กระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 1-4 มีความสัมพันธ์ทางบวกกับมูลค่าตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

นียมกระแสดเงินสดอิสระรูปแบบที่ 1 หมายถึง กระแสดเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน – กระแสดเงินสดจากกิจกรรมลงทุน

นียมกระแสดเงินสดอิสระรูปแบบที่ 2 หมายถึง กระแสดเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน – กระแสดเงินสดจากกิจกรรมลงทุน – เงินปันผลจ่าย

นียมกระแสดเงินสดอิสระรูปแบบที่ 3 หมายถึง กระแสดเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน – รายจ่ายฝ่ายทุน

นียมกระแสดเงินสดอิสระรูปแบบที่ 4 หมายถึง กระแสดเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน – รายจ่ายฝ่ายทุน – เงินปันผลจ่าย



บทที่ 3

วิธีดำเนินการวิจัย

3.1 วิธีการวิจัย

การศึกษานี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณเพื่อศึกษานิยามกระแสเงินสดอิสระที่มีคุณค่าและเกี่ยวข้องกับข้อมูลบัญชี โดยการเปรียบเทียบความสัมพันธ์ระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระที่แตกต่างกัน 4 รูปแบบกับมูลค่าตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3.2 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรและกลุ่มตัวอย่างสำหรับงานวิจัยนี้คือข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีรายงานงบกระแสเงินสดระหว่างปี 2554 – 2557 ยกเว้นอุตสาหกรรมธุรกิจการเงินทั้งอุตสาหกรรม หมวดธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ กรอบเวลาในการเก็บข้อมูลเป็นระยะเวลา 4 ปีเนื่องจากระหว่างปีดังกล่าว มีการมีการปิดงบกระแสเงินสดตามมาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 7 (ปรับปรุง 2552) ที่ถือปฏิบัติกับงบการเงินสำหรับรอบระยะเวลาบัญชีที่เริ่มในหรือหลังวันที่ 1 มกราคม 2554 ถึง 31 ธันวาคม 2556 และมาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 7 (ปรับปรุง 2555) ถือปฏิบัติกับงบการเงินสำหรับรอบระยะเวลาบัญชีที่เริ่มในหรือหลังวันที่ 1 มกราคม 2557 เป็นต้นไป ซึ่งการปรับปรุงมาตรฐานฉบับที่ 7 (ปรับปรุง 2552) มีความแตกต่างจากมาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 25 เรื่องงบกระแสเงินสด ตามประกาศ ก.บ.ช. ฉบับที่ 42 (พ.ศ. 2543) ในพระราชบัญญัติการบัญชี พ.ศ. 2543 ทำให้งบการเงินก่อนวันที่ 1 มกราคม 2554 มีรูปแบบและข้อมูลสารสนเทศในงบกระแสเงินสดที่แตกต่างจากปี 2554-2557 ที่เป็นกลุ่มตัวอย่างของการศึกษาครั้งนี้ ทำให้อาจส่งผลต่อความเที่ยงและความตรงของผลการวิจัยนี้ ขณะที่งบกระแสเงินสดตามมาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 7 (ปรับปรุง 2552) และมาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 7 (ปรับปรุง 2555) มีความแตกต่างอย่างไม่มีนัยสำคัญที่ระดับจะส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงความเที่ยงและความตรงของผลการวิจัยนี้

3.3 ตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม

ตัวแปรอิสระ ได้แก่ กระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow) ตามนิยามรูปแบบที่ 1-4

รูปแบบที่ 1: $FCF1 = \text{กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน} - \text{กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน}$

รูปแบบที่ 2: $FCF2 = \text{กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน} - \text{กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน} - \text{เงินปันผลจ่าย}$

รูปแบบที่ 3: $FCF3 = \text{กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน} - \text{รายจ่ายฝ่ายทุน}$

รูปแบบที่ 4: $FCF4 = \text{กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน} - \text{รายจ่ายฝ่ายทุน} - \text{เงินปันผลจ่าย}$

ตัวแปรตาม ได้แก่ มูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization)

3.4 วิธีการรวบรวมข้อมูล

การศึกษานี้ได้สร้างตารางในการเก็บข้อมูลที่เกี่ยวข้อง ได้แก่ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน รายจ่ายฝ่ายทุน และเงินปันผลจ่าย ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี 2554-2556 ยกเว้นอุตสาหกรรมธุรกิจการเงินทั้งอุตสาหกรรม หมวดธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ เพื่อนำมาใช้ในการคำนวณกระแสเงินสดอิสระ (FCF) ในแต่ละรูปแบบ

นอกจากนั้นยังมีการออกแบบตารางเพื่อเก็บข้อมูลมูลค่าตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่าง ปี 2555-2557 ยกเว้นอุตสาหกรรมธุรกิจการเงินทั้งอุตสาหกรรม หมวดธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์

3.5 แหล่งข้อมูล

แหล่งข้อมูลสำหรับการเก็บข้อมูลในการวิจัยนี้คือ Datastream เป็นฐานข้อมูลด้านการเงินของ Thomson Financials ซึ่งเก็บรวบรวมข้อมูลการเงินย้อนหลัง 50 ปีจากบริษัททั่วโลก เช่น หุ้น หุ้นกู้ กองทุน งานวิจัยนี้เก็บข้อมูลจากแหล่งข้อมูลตามรหัสรายการดังนี้

ตัวแปรกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน เก็บข้อมูลจากรายการ Net Cash Flow - Operating Activities รหัสรายการ WC04860 ระหว่างปี 2554-2556

ตัวแปรกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน เก็บข้อมูลจากรายการ Net Cash Flow - Investing รหัสรายการ WC04870 ระหว่างปี 2554-2556

ตัวแปรรายจ่ายฝ่ายทุน เก็บข้อมูลจากรายการ Total Cash Dividends Paid รหัสรายการ WC04551 ระหว่างปี 2554-2556

ตัวแปรเงินปันผลจ่าย เก็บข้อมูลจากรายการ Capital Expenditures รหัสรายการ WC04601 ระหว่างปี 2554-2556

ตัวแปรมูลค่าตามราคาตลาด เก็บข้อมูลจากรายการ Market Capitalization รหัสรายการ WC08001 ณ สิ้นปีระหว่างปี 2555-2557

3.6 สถิติที่ใช้ในการวิจัย

การประมวลผลข้อมูลเพื่อให้ได้ผลการวิเคราะห์ตามวัตถุประสงค์ของงานวิจัยนี้ จึงมีการใช้เครื่องมือทางสถิติทั้งสถิติเชิงพรรณนาและสถิติเชิงอนุมาน โดยมีรายละเอียดดังนี้

3.6.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (descriptive statistics)

สถิติเชิงพรรณนาใช้เพื่ออธิบายข้อมูลทั่วไปของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ค่าเฉลี่ย (mean) ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (standard deviation)

นอกจากการศึกษาข้อมูลกลุ่มตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งหมดแล้ว งานวิจัยนี้ยังแยกกลุ่มบริษัทเป็นสามกลุ่มได้แก่ กลุ่มบริษัทมูลค่าตามราคาตลาดสูง กลุ่มบริษัทมูลค่าตามราคาตลาดปานกลาง และกลุ่มบริษัทมูลค่าตามราคาตลาดต่ำ จากวัตถุประสงค์ของงานวิจัยนี้ต้องการศึกษาเปรียบเทียบว่านิยามกระแสเงินสดอิสระในแต่ละรูปแบบมีความสัมพันธ์กับมูลค่าตามราคาตลาดแตกต่างกันหรือไม่ระหว่างกลุ่มบริษัทมูลค่าตามราคาตลาดสูงและต่ำ จึงมีการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาแสดงข้อมูลทั่วไปเปรียบเทียบกันระหว่างกลุ่มตัวอย่างบริษัทมูลค่าตามราคาตลาดสูงและกลุ่มตัวอย่างบริษัทมูลค่าตามราคาตลาดต่ำ

3.6.2 การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน (inferential statistics)

สถิติเชิงอนุมานเป็นสถิติที่ศึกษาจากข้อมูลกลุ่มตัวอย่างแล้วนำผลการทดสอบอ้างอิงไปยังกลุ่มประชากรหรือค่าพารามิเตอร์ ซึ่งเป็นการทดสอบว่าข้อมูลที่รวบรวมมาได้สอดคล้องหรือขัดแย้งกับสมมติฐานทางสถิติที่ตั้งไว้หรือไม่ โดยงานวิจัยนี้ใช้สถิติอนุมาน 2 แบบได้แก่ การวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (Person Correlation Coefficient Analysis) และการวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

การวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (Person Correlation Coefficient Analysis) หรือบางครั้งเรียกว่า สหสัมพันธ์อย่างง่าย (Simple Correlation) เป็นการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร โดยการคำนวณค่าสหสัมพันธ์เพียร์สัน (r) เพื่ออธิบายระดับความสัมพันธ์และทิศทางความสัมพันธ์ โดยลักษณะความสัมพันธ์มี 3 รูปแบบได้แก่

1) สหสัมพันธ์ทางบวก หมายถึง ตัวแปรทั้งสองตัวแปรมีทิศทางเดียวกัน เมื่อตัวแปรตัวหนึ่งเพิ่มขึ้น ตัวแปรอีกตัวหนึ่งจะเพิ่มขึ้น และถ้าตัวแปรตัวหนึ่งลดลง ตัวแปรอีกตัวหนึ่งจะลดลง โดยค่าสหสัมพันธ์เพียร์สัน (r) จะมีค่ามากกว่า 0

2) สหสัมพันธ์ทางลบ หมายถึง ตัวแปรทั้งสองตัวแปรมีทิศทางตรงข้ามกัน เมื่อตัวแปรตัวหนึ่งเพิ่มขึ้น ตัวแปรอีกตัวหนึ่งจะลดลง และถ้าตัวแปรตัวหนึ่งลดลง ตัวแปรอีกตัวหนึ่งจะเพิ่มขึ้น โดยค่าสหสัมพันธ์เพียร์สัน (r) จะมีค่าน้อยกว่า 0

3) สหสัมพันธ์เป็นศูนย์ หมายถึง ตัวแปรทั้งสองตัวแปรไม่มีความสัมพันธ์กัน หรืออธิบายว่าการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรหนึ่งไม่มีผลต่ออีกตัวแปรหนึ่ง โดยค่าสหสัมพันธ์เพียร์สัน (r) จะมีค่าเท่ากับ 0

งานวิจัยนี้ใช้การวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สันเพื่อหาลักษณะความสัมพันธ์ระหว่าง กระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 1-4 ซึ่งเป็นตัวแปรต้นและมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) ซึ่งเป็นการตัวแปรตามในการศึกษาครั้งนี้ โดยวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต้นและตัวแปรตามของกลุ่มตัวอย่างของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งหมด และมีการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต้นและตัวแปรตามแยกตามกลุ่มตัวอย่างบริษัทมูลค่าตามราคาตลาดสูงและกลุ่มตัวอย่างบริษัทมูลค่าตามราคาตลาดต่ำ

การวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณ (multiple regression analysis) เป็นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระมากกว่าหนึ่งตัวและตัวแปรตามหนึ่งตัว สำหรับการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ ซึ่งจะต้องหาสมการถดถอยเพื่อใช้ในการพยากรณ์ของตัวแปรตาม (Y) และหาค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน รวมทั้งหาค่าสหสัมพันธ์พหุคูณ (Multiple Correlation) เพื่อหาความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงที่เป็นไปได้สูงสุดระหว่างตัวแปรอิสระหรือตัวแปรต้นกับตัวแปรตาม โดยงานวิจัยนี้พิจารณาจากค่าสถิติ t -test ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 เพื่อทดสอบสมมติฐานทางสถิติตามวัตถุประสงค์งานวิจัยนี้

งานวิจัยนี้ใช้การวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณเพื่อทดสอบสมมติฐานความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดอิสระกับมูลค่าตามราคาตลาดโดยมีสมมติฐานทางสถิติดังนี้

H_0 : กระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 1-4 ไม่มีความสัมพันธ์ทางบวกกับมูลค่าตามราคาตลาด

H_1 : กระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 1-4 มีความสัมพันธ์ทางบวกกับมูลค่าตามราคาตลาด

จากวัตถุประสงค์การวิจัยเพื่อศึกษานิยามกระแสเงินสดอิสระที่มีคุณค่าและเกี่ยวข้องกับข้อมูลบัญชี ผลการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องในอดีต พบว่านิยามกระแสเงินสดอิสระที่ใช้และสอดคล้องกับบริบทของสังคมไทยมี 4 รูปแบบที่แตกต่างกัน งานวิจัยนี้จึงได้ศึกษาเปรียบเทียบนิยามกระแสเงินสดอิสระทั้ง 4 รูปแบบ โดยวิเคราะห์ถึงความสัมพันธ์ระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระในแต่ละรูปแบบกับมูลค่าตามราคาตลาดในปีถัดไปของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งสามารถเขียนเป็นสมการความสัมพันธ์ของนิยามกระแสเงินสดอิสระทั้ง 4 รูปแบบกับมูลค่าตามราคาตลาด ดังนี้

$$\text{Market Capitalization}_{t+1} = \beta_0 + \beta_2 \text{FCF1}_t$$

$$\text{Market Capitalization}_{t+1} = \beta_0 + \beta_2 \text{FCF2}_t$$

$$\text{Market Capitalization}_{t+1} = \beta_0 + \beta_2 \text{FCF3}_t$$

$$\text{Market Capitalization}_{t+1} = \beta_0 + \beta_2 \text{FCF4}_t$$

Market Capitalization หมายถึง มูลค่าตามราคาตลาด

FCF1 หมายถึง กระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 1 คำนวณจากกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน – กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน (CFO – CFI)

FCF2 หมายถึง กระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 2 คำนวณจากกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน – กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน – เงินปันผลจ่าย (CFO – CFI – DIV)

FCF3 หมายถึง กระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 3 คำนวณจากกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน – รายจ่ายฝ่ายทุน (CFO – CAPEX)

FCF4 หมายถึง กระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 4 คำนวณจากกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน – รายจ่ายฝ่ายทุน – เงินปันผลจ่าย (CFO – CAPEX – DIV)

CFO หมายถึง กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน

CFI หมายถึง กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน

CAPEX หมายถึง รายจ่ายฝ่ายทุน

DIV หมายถึง เงินปันผลจ่าย

t หมายถึง ระยะเวลาที่กำหนด

t+1 หมายถึง ระยะเวลาย้อนหลัง 1 ปี จากระยะเวลาที่กำหนด

นอกจากนี้การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระในแต่ละรูปแบบกับมูลค่าตามราคาตลาดของกลุ่มตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งหมดแล้ว เพื่อเปรียบเทียบว่านิยามกระแสเงินสดอิสระในแต่ละรูปแบบมีความสัมพันธ์กับมูลค่าตามราคาตลาดแตกต่างกันตามกลุ่มตัวอย่างบริษัทมูลค่าตามราคาตลาดสูงและและกลุ่มตัวอย่างบริษัทมูลค่าตามราคาตลาดต่ำ จึงมีการวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุแยกตามมูลค่าตามราคาตลาดของกลุ่มตัวอย่างบริษัทที่แตกต่างกันด้วย



บทที่ 4

วิเคราะห์ผลการวิจัย

การวิเคราะห์ผลการวิจัยเรื่องกระแสเงินสดอิสระกับมูลค่าตามราคาตลาด โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษานิยามกระแสเงินสดอิสระที่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าตามราคาตลาดมากที่สุด และให้ข้อมูลที่มีคุณค่าและเกี่ยวข้องกับบัญชี ผลการศึกษาตามวิธีวิจัยโดยการวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติเชิงพรรณนาและสถิติเชิงอนุมาน สามารถแบ่งเป็น 3 ส่วนได้แก่ 1) ค่าสถิติเชิงพรรณนาเพื่ออธิบายค่าเฉลี่ยและค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของนิยามกระแสเงินสดอิสระในแต่ละรูปแบบและมูลค่าตามราคาตลาด 2) ค่าความสัมพันธ์ระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระกับมูลค่าตามราคาตลาด 3) ค่าสถิติเชิงอนุมานเพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระกับมูลค่าตามราคาตลาด และ 4) ค่าสถิติเชิงอนุมานเพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระกับมูลค่าตามราคาตลาดแยกกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดแตกต่างกัน

การวิเคราะห์ผลการวิจัยได้นิยามชื่อตัวแปรที่แสดงผลในบทนี้ดังนี้

$FCF1 = CFO - CFI =$ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน - กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน

$FCF2 = CFO - CFI - DIV =$ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน - กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน - เงินปันผลจ่าย

$FCF3 = CFO - CAPEX =$ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน - รายจ่ายฝ่ายทุน

$FCF4 = CFO - CAPEX - DIV =$ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน - รายจ่ายฝ่ายทุน - เงินปันผลจ่าย

4.1 สถิติเชิงพรรณนา

การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาอธิบายค่าเฉลี่ยและค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของนิยามกระแสเงินสดอิสระในแต่ละรูปแบบและมูลค่าตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวน 1,047 ตัวอย่าง ($n=1047$) ผลการศึกษพบว่า มีเพียงนิยามกระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 3 ที่มีค่าเป็นบวก มีค่าเฉลี่ยสูงสุดเท่ากับ 600,479.04 (พัน) บาท และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 5,268,565.96 ขณะที่นิยามกระแสเงินสดอิสระในรูปแบบอื่นๆ มีค่าเป็นลบ โดยนิยามกระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 2 มีค่าเฉลี่ยต่ำที่สุดเท่ากับ -1,139,582.42 (พัน) บาท ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 8,166,252.66 นิยามกระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 1 และ 4 มีค่าเฉลี่ย

เท่ากับ -206,394.73 (พัน) บาท และ -332,708.65 (พัน) บาท มีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 7,585,984.25 และ 3,413,721.27 เรียงตามลำดับ ค่าสูงสุดของนิยามกระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 3 มีค่าสูงสุดเท่ากับ 50,606,860 (พัน) บาท เมื่อเปรียบเทียบกับค่าสูงสุดของรูปแบบอื่นๆ ค่าต่ำสุดของนิยามกระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 2 เท่ากับ -179,578,662 (พัน) บาท เมื่อเปรียบเทียบกับค่าต่ำสุดของรูปแบบอื่นๆ

มูลค่าตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวน 1,047 ตัวอย่าง พบว่ามีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 25,033,055.47 (พัน) บาท ค่าต่ำสุดเท่ากับ 235,200 (พัน) บาท ค่าสูงสุดเท่ากับ 925,441,079 (พัน) บาท และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 4,666,302.49 ดังตาราง 4.1

ตาราง 4.1

ค่าเฉลี่ยและค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของกระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 1-4 และมูลค่าตามราคาตลาด

ตัวแปร	ค่าเฉลี่ย (พันบาท)	ค่าต่ำสุด (พันบาท)	ค่าสูงสุด (พันบาท)	ค่าเบี่ยงเบน มาตรฐาน
FCF1 (CFO-CFI)	-332,709	-171,494,881	49,874,105	-12.04
FCF2 (CFO-CFI-DIV)	-1,139,582	-179,578,662	7,587,762	-12.95
FCF3 (CFO-CAPEX)	600,479	-57,825,534	50,606,860	4.63
FCF4 (CFO-CAPEX-DIV)	-206,395	-57,825,534	13,747,058	-4.78
มูลค่าตามราคาตลาด	25,033,055	235,200	925,441,079	6.80

จากวัตถุประสงค์ของงานวิจัยเพื่อศึกษาความแตกต่างของนิยามกระแสเงินสดอิสระแยกตามมูลค่าตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยจึงได้มีการจัดกลุ่มบริษัทเป็น 3 กลุ่ม คือ กลุ่มบริษัทมูลค่าตามราคาตลาดสูง กลุ่มบริษัทมูลค่าตามราคาตลาดปานกลาง และกลุ่มบริษัทมูลค่าตามราคาตลาดต่ำ ซึ่งงานวิจัยนี้สนใจศึกษาเปรียบเทียบความแตกต่างระหว่างกลุ่มบริษัทมูลค่าตามราคาตลาดสูงกับกลุ่มบริษัทมูลค่าตามราคาตลาดต่ำโดยเฉพาะเท่านั้น ไม่ได้มีการเปรียบเทียบกลุ่มบริษัทมูลค่าตามราคาตลาดปานกลางกับกลุ่มบริษัทอื่น ดังนั้นผลวิจัยส่วนนี้จึงใช้สถิติเชิงพรรณนาเพื่อหาค่าเฉลี่ยและค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของนิยามกระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 1-4 ของกลุ่มบริษัทมูลค่าตามราคาตลาดสูงกับกลุ่มบริษัทมูลค่าตามราคาตลาดต่ำโดยไม่นำเสนอข้อมูลกลุ่มบริษัทมูลค่าตามราคาตลาดปานกลาง

จำนวนกลุ่มบริษัทมูลค่าตามราคาตลาดสูงมี 330 ตัวอย่าง และจำนวนตัวอย่างของกลุ่มบริษัทมูลค่าตามราคาตลาดต่ำมี 362 ตัวอย่าง ข้อมูลมีจำนวนไม่เท่ากันเนื่องจากตัดทอนข้อมูลที่ให้ข้อมูลสารสนเทศไม่ครบในบางปีออกไป

ผลการวิเคราะห์พบว่า มูลค่าตามราคาตลาดของกลุ่มบริษัทมูลค่าตามราคาตลาดสูง และต่ำเท่ากับ 27,235,234.60 (พัน) บาท และ 23,017,499.33 (พัน) บาท ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 83,993,137.80 และ 82,799,562.38 ตามลำดับ

เมื่อวิเคราะห์ค่าเฉลี่ยกระแสเงินสดของกลุ่มบริษัทมูลค่าตามราคาตลาดสูง พบว่ามีค่าเฉลี่ยตามนิยามกระแสเงินสดอิสระรูปแบบ 1-4 เท่ากับ -297,232.38 -1,287,337.83 503,846.98 และ -486,258.47 (พัน) บาท เรียงตามลำดับ เปรียบเทียบกับกลุ่มบริษัทมูลค่าตามราคาตลาดต่ำมีค่าเฉลี่ยของนิยามกระแสเงินสดอิสระรูปแบบ 1-4 เท่ากับ -318,311.54 -988,130.62 596,996.19 และ -72,822.89 (พัน) บาท เรียงตามลำดับ

กลุ่มบริษัทมูลค่าตามราคาตลาดสูงมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานตามนิยามกระแสเงินสดอิสระรูปแบบ 1-4 เท่ากับ 10,792,742.54 10,879,854.11 5,606,201.46 และ 4,188,430.10 (พัน) บาท เรียงตามลำดับ เปรียบเทียบกับกลุ่มบริษัทมูลค่าตามราคาตลาดต่ำมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานตามนิยามกระแสเงินสดอิสระรูปแบบ 1-4 เท่ากับ 5,233,006.73 5,921,424.73 5,146,192.29 และ 2,903,419.35 เรียงตามลำดับ ดังตาราง 4.2

ตาราง 4.2

ค่าเฉลี่ยและค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของกระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 1-4 และมูลค่าตามราคาตลาด แบ่งตามกลุ่มมูลค่าตามราคาตลาด

ตัวแปร	กลุ่มบริษัทมูลค่าตามราคาตลาดสูง		กลุ่มบริษัทมูลค่าตามราคาตลาดต่ำ	
	ค่าเฉลี่ย (พันบาท)	ค่าเบี่ยงเบน มาตรฐาน	ค่าเฉลี่ย (พันบาท)	ค่าเบี่ยงเบน มาตรฐาน
FCF1 (CFO-CFI)	-297,232.38	10,792,742.54	-318,311.54	5,233,006.73
FCF2 (CFO-CFI-DIV)	-1,287,337.83	10,879,854.11	-988,130.62	5,921,424.73
FCF3 (CFO-CAPEX)	503,846.98	5,606,201.46	596,996.19	5,146,192.29
FCF4 (CFO-CAPEX-DIV)	-486,258.47	4,188,430.10	-72,822.89	2,903,419.35
มูลค่าตามราคาตลาด	27,235,234.60	83,993,137.80	23,017,499.33	82,799,562.38

4.2 ความสัมพันธ์ระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระกับมูลค่าตามราคาตลาด

ผลการวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (Pearson Correlation Coefficient Analysis) เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระในแต่ละรูปแบบกับมูลค่าตามราคาตลาด พบว่ากระแสเงินสดอิสระในแต่ละรูปแบบมีความสัมพันธ์กับมูลค่าตามราคาตลาดแตกต่างกันทั้งทิศทางและขนาดของความสัมพันธ์ (Direction and Size) โดยมีขนาดความสัมพันธ์กับกระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 3 รูปแบบที่ 2 รูปแบบที่ 4 และรูปแบบที่ 1 เรียงตามลำดับจากขนาดความสัมพันธ์สูงไปยังขนาดความสัมพันธ์ต่ำ ดังตาราง 4.3

การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าตามราคาตลาดและกระแสเงินสดอิสระในแต่ละรูปแบบ พบว่ามูลค่าตามราคาตลาดมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับนิยามกระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 3 และ 4 ในทิศทางบวกอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01 มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สันเท่ากับ 0.740 และ 0.205 ตามลำดับ ในทิศทางตรงกันข้าม มูลค่าตามราคาตลาดมีความสัมพันธ์เชิงลบกับนิยามกระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 2 อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01 มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สันที่ -0.418 สุดท้ายผลการวิเคราะห์พบว่า มูลค่าตามราคาตลาดมีความสัมพันธ์เชิงลบกับนิยามกระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 1 อย่างไม่มีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สันที่ -0.028

เมื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 1-4 พบว่านิยามกระแสเงินสดอิสระในแต่ละรูปแบบมีความสัมพันธ์ระหว่างกันทางบวกกันอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01 ยกเว้นนิยามกระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 2 และรูปแบบที่ 3 มีความสัมพันธ์อย่างไม่มีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 นิยามกระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 1 มีความสัมพันธ์กับนิยามกระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 2 มากที่สุดอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สันเท่ากับ 0.892 และนิยามกระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 3 และนิยามกระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 4 มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สันเท่ากับ 0.713 ซึ่งมีขนาดความสัมพันธ์ในลำดับถัดมา นิยามกระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 1 มีความสัมพันธ์กับนิยามกระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 3 น้อยที่สุดอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01 เมื่อเปรียบเทียบกับความสัมพันธ์ระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระรูปแบบอื่น โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สันของแต่ละความสัมพันธ์ ดังตาราง 4.3

ตาราง 4.3

ความสัมพันธ์ระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระในแต่ละรูปแบบกับมูลค่าตามราคาตลาด

ตัวแปร		มูลค่าตาม				
		ราคาตลาด	FIF1	FIF2	FIF3	FIF4
มูลค่าตามราคาตลาด	Pearson Correlation	1				
	Sig. (2-tailed)					
FIF1 (CFO-CFI)	Pearson Correlation	-0.028	1			
	Sig. (2-tailed)	0.359				
FIF2 (CFO-CFI-DIV)	Pearson Correlation	-.418**	.892**	1		
	Sig. (2-tailed)	0.000	0.000			
FIF3 (CFO-CAPEX)	Pearson Correlation	.740**	.326**	-0.044	1	
	Sig. (2-tailed)	0.000	0.000	0.154		
FIF4 (CFO-CAPEX-DIV)	Pearson Correlation	.205**	.414**	.342**	.713**	1
	Sig. (2-tailed)	0.000	0.000	0.000	0.000	

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

สำหรับกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดสูง การวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สันระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระในแต่ละรูปแบบกับมูลค่าตามราคาตลาด พบว่ามูลค่าตามราคาตลาดมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับนิยามกระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 3 อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สันเท่ากับ 0.662 และ มูลค่าตามราคาตลาดมีความสัมพันธ์เชิงลบกับนิยามกระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 2 อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01 มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สันเท่ากับ -0.280 ขณะที่มูลค่าตามราคาตลาดมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับนิยามกระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 1 อย่างไม่มีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สันเท่ากับ 0.068 และ มูลค่าตามราคาตลาดมีความสัมพันธ์เชิงลบกับนิยามกระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 4 อย่างไม่มีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สันเท่ากับ -0.017

เมื่อมีการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระในแต่ละรูปแบบระหว่างกันเองพบว่านิยามกระแสเงินสดอิสระในแต่ละรูปแบบมีความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างกัน อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 ยกเว้นนิยามกระแสเงินสดอิสระระหว่างรูปแบบที่ 2 และรูปแบบที่ 3

โดยนิยามกระแสเงินสดอิสระในรูปแบบที่ 3 และรูปแบบที่ 4 มีความสัมพันธ์เชิงบวกสูงสุด มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สันเท่ากับ 0.588 ดังตาราง 4.4

ตาราง 4.4

ความสัมพันธ์ระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระในแต่ละรูปแบบกับมูลค่าตามราคาตลาดของกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดสูง

ตัวแปร		มูลค่าตามราคาตลาด				
		ราคาตลาด	FIF1	FIF2	FIF3	FIF4
มูลค่าตามราคาตลาด	Pearson Correlation	1				
	Sig. (2-tailed)					
FIF1 (CFO-CFI)	Pearson Correlation	0.068	1			
	Sig. (2-tailed)	0.220				
FIF2 (CFO-CFI-DIV)	Pearson Correlation	-0.280**	0.909**	1		
	Sig. (2-tailed)	0.000	0.000			
FIF3 (CFO-CAPEX)	Pearson Correlation	0.662**	0.387**	0.095	1	
	Sig. (2-tailed)	0.000	0.000	0.086		
FIF4 (CFO-CAPEX-DIV)	Pearson Correlation	-0.017	0.302**	0.383**	0.588**	1
	Sig. (2-tailed)	0.756	0.000	0.000	0.000	

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

สำหรับกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดต่ำ ผลการวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สันระหว่างระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระในแต่ละรูปแบบกับมูลค่าตามราคาตลาด พบว่ามูลค่าตามราคาตลาดมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับกระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 3 และรูปแบบที่ 4 อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สันเท่ากับ 0.822 และ 0.511 เรียงตามลำดับ มูลค่าตามราคาตลาดมีความสัมพันธ์เชิงลบกับกระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 2 อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สันเท่ากับ -0.493 ขณะที่มูลค่าตามราคาตลาดมีความสัมพันธ์เชิงลบกับกระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 1 อย่างไม่มีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สันเท่ากับ -0.033

เมื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระในแต่ละรูปแบบระหว่างกันเองพบว่านิยามกระแสเงินสดอิสระในแต่ละรูปแบบมีความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างกันอย่างมี

นัยสำคัญที่ระดับ 0.05 นิยามกระแสเงินสดอิสระในรูปแบบที่ 3 และรูปแบบที่ 4 มีความสัมพันธ์เชิงบวกสูงสุด มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สันเท่ากับ 0.877

จากการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระในแต่ละรูปแบบกับมูลค่าตามราคาตลาดทั้งสองกลุ่มบริษัทแยกตามมูลค่าตามราคาตลาด พบว่าทั้งสองกลุ่มนิยามกระแสเงินสดอิสระในรูปแบบที่ 3 มีความสัมพันธ์กับมูลค่าตามราคาตลาดสูงสุด และนิยามกระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 3 และรูปแบบที่ 4 มีความสัมพันธ์ระหว่างกันสูงสุดทั้งสองกลุ่มบริษัท โดยกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดต่ำมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สันระหว่างระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระในแต่ละรูปแบบกับมูลค่าตามราคาตลาดสูงกว่ากลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดสูง ดังตาราง 4.5

ตาราง 4.5

ความสัมพันธ์ระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระในแต่ละรูปแบบกับมูลค่าตามราคาตลาดของกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดต่ำ

ตัวแปร		มูลค่าตามราคาตลาด				
			FIF1	FIF2	FIF3	FIF4
มูลค่าตามราคาตลาด	Pearson Correlation	1				
	Sig. (2-tailed)					
FIF1 (CFO-CFI)	Pearson Correlation	-0.033	1			
	Sig. (2-tailed)	0.531				
FIF2 (CFO-CFI-DIV)	Pearson Correlation	-0.493**	0.867**	1		
	Sig. (2-tailed)	0.000	0.000			
FIF3 (CFO-CAPEX)	Pearson Correlation	0.822**	0.357**	-0.124*	1	
	Sig. (2-tailed)	0.000	0.000	0.019		
FIF4 (CFO-CAPEX-DIV)	Pearson Correlation	0.511**	0.599**	0.258**	0.877**	1
	Sig. (2-tailed)	0.000	0.000	0.000	0.000	

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed)

* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed)

4.3 สถิติเชิงอนุมานเพื่อทดสอบความสัมพันธ์

ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมานใช้เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระในแต่ละรูปแบบและมูลค่าตามราคาตลาดตามสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ โดยอธิบายผลการทดสอบความสัมพันธ์ในแต่ละรูปแบบดังนี้

รูปแบบที่ 1 (กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน – กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน) ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุของความสัมพันธ์ระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระกับมูลค่าตามราคาตลาด พบว่าค่า R-Square เท่ากับ 0.001 ค่า Adjusted R-Square เท่ากับ 0.000 แสดงว่ากระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 1 สามารถอธิบายมูลค่าตามราคาตลาดได้ร้อยละ 0.000 อย่างไม่มีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 ($F=0.841$)

การวิจัยนี้ได้กำหนดค่าระดับนัยสำคัญในการทดสอบสมมติฐานเท่ากับ 0.05 ผลการทดสอบสมมติฐานความสัมพันธ์ระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 1 กับมูลค่าตามราคาตลาด พบว่ากระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 1 มีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่าตามราคาตลาดอย่างไม่มีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 ($b=-0.312$, $t=-0.917$, $\text{sig}=0.359$) ดังตาราง 4.6

รูปแบบที่ 2 (กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน – กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน – เงินปันผลจ่าย) ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุของความสัมพันธ์ระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระกับมูลค่าตามราคาตลาด พบว่าค่า R-Square เท่ากับ 0.175 ค่า Adjusted R-Square เท่ากับ 0.174 แสดงว่ากระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 2 สามารถอธิบายมูลค่าตามราคาตลาดได้ร้อยละ 17.4 อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 ($F=221.259$)

ผลการทดสอบสมมติฐานความสัมพันธ์ระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 2 กับมูลค่าตามราคาตลาด พบว่ากระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 2 มีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่าตามราคาตลาดอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 ($b=-4.268$, $t=-14.868$, $\text{sig}=0.000$) ดังตาราง 4.6

รูปแบบที่ 3 (กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน – รายจ่ายฝ่ายทุน) ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุของความสัมพันธ์ระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระกับมูลค่าตามราคาตลาด พบว่าค่า R-Square เท่ากับ 0.548 ค่า Adjusted R-Square เท่ากับ 0.547 แสดงว่ากระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 3 สามารถอธิบายมูลค่าตามราคาตลาดได้ร้อยละ 54.8 อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 ($F=1264.575$)

การทดสอบสมมติฐานความสัมพันธ์ระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 3 กับมูลค่าตามราคาตลาด ผลการวิเคราะห์พบว่ากระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 3 มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าตามราคาตลาดอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 ($b=11.716$, $t=35.561$, $\text{sig}=0.000$) ดังตาราง 4.6

รูปแบบที่ 4 (กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน – รายจ่ายฝ่ายทุน – เงินปันผลจ่าย) ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุของความสัมพันธ์ระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระกับมูลค่าตามราคาตลาด พบว่าค่า R-Square เท่ากับ 0.042 ค่า Adjusted R-Square เท่ากับ 0.041 แสดงว่ากระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 4 สามารถอธิบายมูลค่าตามราคาตลาดได้ร้อยละ 4.1 อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 ($F=46.039$)

การทดสอบสมมติฐานความสัมพันธ์ระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 4 กับมูลค่าตามราคาตลาด ผลการวิเคราะห์พบว่ากระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 4 มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าตามราคาตลาดอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 ($b=5.020$, $t=6.785$, $\text{sig}=0.000$) ดังตาราง 4.6

ตาราง 4.6

ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุของความสัมพันธ์ระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระ และมูลค่าตามราคาตลาด ($n=1047$)

รูปแบบ	นิยาม	F	Adjusted R-Square	Beta	Std. Error	t	Sig
1	CFO-CFI	0.841	0.000	-0.312	0.340	-0.917	0.359
2	CFO-CFI-DIV	221.259	0.174	-4.268	0.287	-14.868*	0.000
3	CFO-CAPEX	1264.575	0.547	11.716	0.329	35.561*	0.000
4	CFO-CAPEX-DIV	46.039	0.041	5.02	0.740	6.785*	0.000

* มีระดับนัยสำคัญที่ 0.05

4.4 สถิติเชิงอนุมานเพื่อทดสอบความสัมพันธ์แยกกลุ่มบริษัท

นอกจากการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระในแต่ละรูปแบบและมูลค่าตามราคาตลาดแล้ว ตามวัตถุประสงค์การวิจัยต้องการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระในแต่ละรูปแบบและมูลค่าตามราคาตลาดแยกตามกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดที่แตกต่างกันระหว่างกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดสูงและกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดต่ำ โดยมีการนำเสนอเรียงตามลำดับดังนี้

รูปแบบที่ 1 (กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน – กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน) ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุของความสัมพันธ์ระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระกับมูลค่าตาม

ราคาตลาดของกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดสูง พบว่าค่า R-Square เท่ากับ 0.005 ค่า Adjusted R-Square เท่ากับ 0.002 แสดงว่ากระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 1 สามารถอธิบายมูลค่าตามราคาตลาดได้ร้อยละ 0.2 อย่างไม่มีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 ($F=1.510$)

การทดสอบสมมติฐานความสัมพันธ์ระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 1 กับมูลค่าตามราคาตลาดของกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดสูง ผลการวิเคราะห์พบว่ากระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 1 มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าตามราคาตลาดอย่างไม่มีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 ($b=0.527$, $t=1.229$, $sig=0.220$) ดังตาราง 4.7

รูปแบบที่ 2 (กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน – กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน – เงินปันผลจ่าย) ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุของความสัมพันธ์ระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 2 และมูลค่าตามราคาตลาดของกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดสูง พบว่าค่า R-Square เท่ากับ 0.079 ค่า Adjusted R-Square เท่ากับ 0.076 แสดงว่ากระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 2 สามารถอธิบายมูลค่าตามราคาตลาดได้ร้อยละ 7.6 อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 ($F=27.988$)

การทดสอบสมมติฐานความสัมพันธ์ระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 2 กับมูลค่าตามราคาตลาดของกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดสูง ผลการวิเคราะห์พบว่ากระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 2 มีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่าตามราคาตลาดอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 ($b=-2.165$, $t=-5.290$, $sig=0.000$) ดังตาราง 4.7

รูปแบบที่ 3 (กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน – รายจ่ายฝ่ายทุน) ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุของความสัมพันธ์ระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระกับมูลค่าตามราคาตลาดของกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดสูง พบว่าค่า R-Square เท่ากับ 0.438 ค่า Adjusted R-Square เท่ากับ 0.436 แสดงว่ากระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 3 สามารถอธิบายมูลค่าตามราคาตลาดได้ร้อยละ 43.6 อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 ($F=255.445$)

การทดสอบสมมติฐานความสัมพันธ์ระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 3 กับมูลค่าตามราคาตลาดของกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดสูง ผลการวิเคราะห์พบว่ากระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 3 มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าตามราคาตลาดอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 ($b=9.913$, $t=15.983$, $sig=0.000$) ดังตาราง 4.7

รูปแบบที่ 4 (กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน – รายจ่ายฝ่ายทุน – เงินปันผลจ่าย) ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุของความสัมพันธ์ระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 4 และมูลค่าตามราคาตลาดของกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดสูง พบว่าค่า R-Square เท่ากับ 0.000 ค่า Adjusted R-Square เท่ากับ 0.003 แสดงว่ากระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 4 สามารถอธิบายมูลค่าตามราคาตลาดได้ร้อยละ 0.3 อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 ($F=0.096$)

การทดสอบสมมติฐานความสัมพันธ์ระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 4 กับมูลค่าตามราคาตลาดของกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดสูง ผลการวิเคราะห์พบว่ากระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 4 มีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่าตามราคาตลาดอย่างไม่มีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 ($b=-0.344$, $t=-0.3106$, $\text{sig}=0.000$) ดังตาราง 4.7

ตาราง 4.7

ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุของความสัมพันธ์ระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระกับมูลค่าตามราคาตลาดของกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดสูง ($n=330$)

รูปแบบ	นิยาม	F	Adjusted R-Square	Beta	Std. Error	t	Sig
1	CFO-CFI	1.510	0.002	0.527	0.429	1.229	0.220
2	CFO-CFI-DIV	27.988	0.076	-2.165	0.409	-5.290*	0.000
3	CFO-CAPEX	255.400	0.436	9.913	0.620	15.983*	0.000
4	CFO-CAPEX-DIV	0.096	0.003	-0.344	1.107	-0.3106	0.756

* มีระดับนัยสำคัญที่ 0.05

สำหรับการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระกับมูลค่าตามราคาตลาดในกลุ่มบริษัทมูลค่าที่มีราคาตลาดสูงแล้ว งานวิจัยนี้ยังทดสอบความสัมพันธ์สำหรับกลุ่มบริษัทมูลค่าที่มีราคาตลาดต่ำด้วยเพื่อศึกษานิยามกระแสเงินสดอิสระมีความแตกต่างกันระหว่างกลุ่มบริษัทมูลค่าที่มีราคาตลาดสูงและกลุ่มบริษัทมูลค่าที่มีราคาตลาดต่ำหรือไม่ตามวัตถุประสงค์การศึกษา รูปแบบที่ 1 (กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน – กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน) ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุของความสัมพันธ์ระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระกับมูลค่าตามราคาตลาดของกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดต่ำ พบว่าค่า R-Square เท่ากับ 0.001 ค่า Adjusted R-Square เท่ากับ 0.002 แสดงว่ากระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 1 สามารถอธิบายมูลค่าตามราคาตลาดได้ร้อยละ 0.2 อย่างไม่มีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 ($F=0.393$)

การทดสอบสมมติฐานความสัมพันธ์ระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 1 กับมูลค่าตามราคาตลาดของกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดต่ำ ผลการวิเคราะห์ทางสถิติพบว่ากระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 1 มีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่าตามราคาตลาดอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 ($b=-0.523$, $t=-0.627$, $\text{sig}=0.531$) ดังตาราง 4.8

รูปแบบที่ 2 (กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน – กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน – เงินปันผลจ่าย) ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุของความสัมพันธ์ระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระกับมูลค่าตามราคาตลาดของกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดต่ำ พบว่าค่า R-Square เท่ากับ 0.243 ค่า Adjusted R-Square เท่ากับ 0.241 แสดงว่ากระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 2 สามารถอธิบายมูลค่าตามราคาตลาดได้ร้อยละ 24.1 อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 ($F=115.668$)

การทดสอบสมมติฐานความสัมพันธ์ระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 2 กับมูลค่าตามราคาตลาดของกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดต่ำ ผลการวิเคราะห์พบว่ากระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 2 มีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่าตามราคาตลาดอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 ($b=-6.895$, $t=-10.755$, $\text{sig}=0.000$) ดังตาราง 4.8

รูปแบบที่ 3 (กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน – รายจ่ายฝ่ายทุน) ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุของความสัมพัธ์ระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 3 และมูลค่าตามราคาตลาดของกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดต่ำ พบว่าค่า R-Square เท่ากับ 0.675 ค่า Adjusted R-Square เท่ากับ 0.675 แสดงว่ากระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 3 สามารถอธิบายมูลค่าตามราคาตลาดได้ร้อยละ 67.5 อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 ($F=749.287$)

การทดสอบสมมติฐานความสัมพันธ์ระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 3 กับมูลค่าตามราคาตลาดของกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดต่ำ ผลการวิเคราะห์พบว่ากระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 3 มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าตามราคาตลาดอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 ($b=13.223$, $t=27.373$, $\text{sig}=0.000$) ดังตาราง 4.8

รูปแบบที่ 4 (กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน – รายจ่ายฝ่ายทุน – เงินปันผลจ่าย) ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุของความสัมพัธ์ระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 4 และมูลค่าตามราคาตลาดของกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดต่ำ พบว่าค่า R-Square เท่ากับ 0.261 ค่า Adjusted R-Square เท่ากับ 0.259 แสดงว่ากระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 4 สามารถอธิบายมูลค่าตามราคาตลาดได้ร้อยละ 25.9 อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 ($F=126.935$)

การทดสอบสมมติฐานความสัมพันธ์ระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 4 กับมูลค่าตามราคาตลาดของกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดต่ำ ผลการวิเคราะห์พบว่ากระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 4 มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าตามราคาตลาดอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 ($b=14.560$, $t=11.267$, $\text{sig}=0.000$) ดังตาราง 4.8

ตาราง 4.8

ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุของความสัมพันธ์ระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระ และมูลค่าตาม
ราคาตลาดของกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดต่ำ (n=362)

รูปแบบ	นิยาม	F	Adjusted R-Square	Beta	Std. Error	t	Sig
1	CFO-CFI	0.393	0.002	-0.523	0.833	-0.627	0.531
2	CFO-CFI-DIV	115.668	0.241	-6.895	0.641	-10.755*	0.000
3	CFO-CAPEX	749.287	0.675	13.223	0.483	27.373*	0.000
4	CFO-CAPEX-DIV	126.935	0.259	14.56	1.292	11.267*	0.000

* มีระดับนัยสำคัญที่ 0.05

จากการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุของความสัมพันธ์ระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระ ในแต่ละรูปแบบและมูลค่าตามราคาตลาด เมื่อเปรียบเทียบค่าที่เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่าง นิยามกระแสเงินสดอิสระในแต่ละรูปแบบและมูลค่าตามราคาตลาด พบว่า นิยามกระแสเงินสดอิสระ รูปแบบที่ 1 (กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานลบกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน) มีความสัมพันธ์อย่างไม่มีนัยสำคัญกับมูลค่าตามราคาตลาดทั้งกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด กลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดสูงและกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดต่ำ

นิยามกระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 2 (กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานลบกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนลบเงินปันผลจ่าย) มีความสัมพันธ์ทางลบอย่างมีนัยสำคัญกับมูลค่าตามราคาตลาดทั้งกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด กลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดสูงและกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดต่ำ

นิยามกระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 3 (กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานลบรายจ่าย ฝ่ายทุน) มีความสัมพันธ์ทางบวกอย่างมีนัยสำคัญกับมูลค่าตามราคาตลาดทั้งกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด กลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดสูงและกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดต่ำ

นิยามกระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 4 (กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานลบรายจ่าย ฝ่ายทุนลบเงินปันผลจ่าย) มีความสัมพันธ์ทางบวกอย่างมีนัยสำคัญกับมูลค่าตามราคาตลาดเฉพาะ กลุ่มตัวอย่างทั้งหมด และกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดต่ำ ขณะที่ความสัมพันธ์ทางลบอย่างไม่มีนัยสำคัญในกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดสูง

จากข้อมูลตาราง 4.9 สรุปผลค่า Adjusted R-Square ของการวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณ เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระในแต่ละรูปแบบและมูลค่าตามราคาตลาด พบว่าการทดสอบความสัมพันธ์ในกลุ่มตัวอย่างของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งหมด กระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 3 มีค่า Adjusted R-Square สูงสุด (0.547) เมื่อเปรียบเทียบกับนิยามในรูปแบบอื่นและเมื่อทดสอบในกลุ่มตัวอย่างบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดสูง พบว่ากระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 3 มีค่า Adjusted R-Square สูงสุด (0.436) เช่นเดียวกันกับกลุ่มตัวอย่างบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดต่ำพบว่ากระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 3 มีค่า Adjusted R-Square สูงสุด (0.675) เมื่อเปรียบเทียบกับนิยามในรูปแบบอื่น

ขณะที่กระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 1 มีค่า Adjusted R-Square ต่ำสุด (0.000) ซึ่งแสดงผลไม่แตกต่างกันกับการแยกกลุ่มตัวอย่างระหว่างกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดสูงและกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดต่ำที่มีค่า Adjusted R-Square ต่ำสุด (0.002 และ 0.002 เรียงตามลำดับ) ดังนั้นนิยามกระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 1 นี้ไม่สามารถให้ข้อมูลที่มีคุณค่าและเกี่ยวข้องกับข้อมูลทางบัญชีได้

สำหรับการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 4 และมูลค่าตามราคาตลาด พบว่าสำหรับกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด นิยามดังกล่าวมีความสัมพันธ์กับมูลค่าตามราคาตลาด (0.041) ซึ่งสอดคล้องกับการทดสอบความสัมพันธ์สำหรับกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดต่ำซึ่งมีความสัมพันธ์เช่นเดียวกัน แต่ไม่สอดคล้องกับสำหรับกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดสูง ซึ่งนิยามกระแสเงินสดอิสระมีความสัมพันธ์กับมูลค่าตามราคาตลาดอย่างไม่มีนัยสำคัญ

ตาราง 4.9

ค่า Adjusted R-Square ของการวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณ (multiple regression analysis) เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระและมูลค่าตามราคาตลาด

รูปแบบกระแสเงินสดอิสระ	กลุ่มตัวอย่างทั้งหมด	กลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดสูง	กลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดต่ำ
FIF1 (CFO-CFI)	0.000	0.002	0.002
FIF2 (CFO-CFI-DIV)	0.174*	0.076*	0.241*
FIF3 (CFO-CAPEX)	0.547*	0.436*	0.675*
FIF4 (CFO-CAPEX-DIV)	0.041*	0.003	0.259*

* มีระดับนัยสำคัญที่ 0.05

บทที่ 5

สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

รายงานวิจัยในบทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะของรายงานงานวิจัยนี้ ประกอบด้วย 5 ส่วนประกอบหลักได้แก่ สรุปผลการวิจัย อภิปรายผลการวิจัย ข้อจำกัดงานวิจัย ข้อเสนอแนะงานวิจัยในอนาคต โดยมีรายละเอียดดังนี้

5.1 สรุปผลการวิจัย

รายงานวิจัยเรื่องกระแสเงินสดอิสระกับมูลค่าตามราคาตลาด มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของนิยามกระแสเงินสดอิสระกับมูลค่าตามราคาตลาด และศึกษาความแตกต่างของความสัมพันธ์ระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระกับมูลค่าตามราคาตลาดแยกตามกลุ่มบริษัทที่มูลค่าตามราคาตลาดที่แตกต่างกัน ตัวแปรต้นที่ใช้ในการวิจัยนี้ คือ กระแสเงินสดอิสระ ที่มีนิยามแตกต่างกัน ซึ่งจากทบทวนวรรณกรรมงานวิจัยที่เกี่ยวข้องในอดีตพบว่านิยามกระแสเงินสดอิสระที่ใช้ในประเทศไทยมี 4 รูปแบบได้แก่ รูปแบบที่ 1 หมายถึง กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานลบกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน กระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 2 หมายถึง กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานลบกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนลบเงินปันผลจ่าย กระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 3 หมายถึง กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานลบรายจ่ายฝ่ายทุน และกระแสเงินสดอิสระ รูปแบบที่ 4 หมายถึง กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานลบรายจ่ายฝ่ายทุนลบเงินปันผลจ่าย ตัวแปรตามสำหรับงานวิจัยนี้ คือ มูลค่าตามราคาตลาด

งานวิจัยนี้มุ่งหวังในการหาความสัมพันธ์ระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระในแต่ละรูปแบบกับมูลค่าตามราคาตลาดเพื่อให้ผู้บริหารสามารถประเมินกระแสเงินสดอิสระได้อย่างถูกต้อง และนักลงทุนสามารถประเมินมูลค่าตามราคาตลาดในอนาคตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษานี้ได้แก่ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยกเว้นอุตสาหกรรมธุรกิจการเงินทั้งอุตสาหกรรม หมวดธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ โดยตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับกระแสเงินสดอิสระเป็นข้อมูลระหว่างปี 2554-2556 และ มูลค่าตามราคาตลาดเป็นราคา ณ วันสิ้นปีระหว่างปี 2555-2557

ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple regression analysis) เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระในแต่ละรูปแบบและมูลค่าตามราคาตลาด พบว่ากระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 3 ซึ่งวัดจากกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานลบรายจ่ายฝ่ายทุน สามารถให้ข้อมูลที่มีคุณค่าและเกี่ยวข้องกับข้อมูลบัญชีสูงสุด เมื่อเปรียบเทียบกับนิยามกระแสเงินสดอิสระรูปแบบอื่นๆ โดยการวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณโดยใช้นิยามกระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 3 กับมูลค่าตามราคาตลาด พบว่าสมการถดถอยแบบพหุคูณมีค่า Adjusted R-Square เท่ากับ 0.547 ซึ่งมีค่าสูงสุดเมื่อเปรียบเทียบกับกระแสเงินสดอิสระในรูปแบบอื่น จึงสามารถอธิบายได้ว่า กระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 3 สามารถอธิบายมูลค่าตามราคาตลาดได้สูงสุดถึงร้อยละ 54.7 เมื่อเปรียบเทียบกับนิยามรูปแบบอื่น

นอกจากการวิเคราะห์กลุ่มตัวอย่างโดยรวมแล้ว งานวิจัยนี้มีการแบ่งกลุ่มตัวอย่างจากมูลค่าตามราคาตลาด เมื่อวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณเฉพาะกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดสูง พบว่า กระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 3 สามารถให้ข้อมูลที่มีคุณค่าและเกี่ยวข้องกับข้อมูลบัญชีสูงสุด โดยมีค่า Adjusted R-Square เท่ากับ 0.436 ซึ่งมีค่าสูงสุดเมื่อเปรียบเทียบกับกระแสเงินสดอิสระในรูปแบบอื่น จึงสามารถอธิบายได้ว่ากระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 3 สามารถอธิบายมูลค่าตามราคาตลาดได้ร้อยละ 43.6

ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณเฉพาะกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดต่ำ พบว่า กระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 3 สามารถให้ข้อมูลที่มีคุณค่าและเกี่ยวข้องกับข้อมูลบัญชีสูงสุด เช่นเดียวกับกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดสูง โดยมีค่า Adjusted R-Square เท่ากับ 0.675 ซึ่งมีค่าสูงสุดเมื่อเปรียบเทียบกับกระแสเงินสดอิสระในรูปแบบอื่น จึงสามารถอธิบายได้ว่ากระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 3 สามารถอธิบายมูลค่าตามราคาตลาดได้ร้อยละ 67.5

จากการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระกับมูลค่าตามราคาตลาดทั้งแบบกลุ่มตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มตัวอย่างบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดสูง และกลุ่มตัวอย่างบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดต่ำ แสดงผลว่านิยามกระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 3 ซึ่งคำนวณจากกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานลบรายจ่ายฝ่ายทุน มีความสัมพันธ์กับมูลค่าตามราคาตลาดในปีต่อไปสูงสุดเมื่อเปรียบเทียบกับนิยามกระแสเงินสดอิสระรูปแบบอื่น หมายถึง นิยามกระแสเงินสดอิสระที่ให้ข้อมูลที่มีคุณค่าและเกี่ยวข้องกับข้อมูลบัญชี คือ นิยามกระแสเงินสดอิสระที่คำนวณจากกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานลบรายจ่ายฝ่ายทุน และไม่มีแตกต่างตามกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาด หมายถึงนิยามกระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 3 สามารถใช้พยากรณ์มูลค่าตามราคาตลาดได้กับทุกบริษัท ไม่ว่าบริษัทนั้นจะมีมูลค่าตามราคาตลาดสูงหรือต่ำ ก็ตาม

5.2 อภิปรายผลการวิจัย

ผลการศึกษาพบว่านิยามกระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 3 ซึ่งคำนวณจากกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานลบรายจ่ายฝ่ายทุน สามารถให้ข้อมูลที่มีคุณค่าและเกี่ยวข้องกับข้อมูลบัญชีสูงสุด โดยศึกษาจากความสัมพันธ์ระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระกับมูลค่าตามราคาตลาด ซึ่งแตกต่างจากงานวิจัยของ Maksy & Chen (2014) ที่พบว่ากระแสเงินสดที่คำนวณจากกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ลบกระแสเงินสดออกจากกิจกรรมการลงทุน ลบด้วยกระแสเงินสดจากการจ่ายปันผลของหุ้นบุริมสิทธิ เป็นนิยามที่มีความเกี่ยวข้องกับผู้ใช้ข้อมูลด้านบัญชีมากที่สุด เพื่อใช้ในการพยากรณ์การเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น เนื่องจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่มีการหุ้นออกบุริมสิทธิจึงไม่มีการจ่ายปันผลของหุ้นดังกล่าว ดังนั้นจึงเทียบได้กับนิยามกระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 1 ในงานวิจัยนี้ ซึ่งคำนวณจากกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานลบด้วยกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน ซึ่งไม่สามารถให้ข้อมูลที่มีคุณค่าและเกี่ยวข้องกับบัญชีได้เหมาะสมกว่านิยามกระแสเงินสดอิสระรูปแบบที่ 3 ในงานวิจัยนี้ อาจเนื่องจากกลุ่มตัวอย่างแตกต่างกันและมีการจัดทำงานรายงานงบกระแสเงินสดที่แตกต่างกัน เนื่องจากกลุ่มตัวอย่างสำหรับงานวิจัยในอดีตเป็นบริษัทในประเทศสหรัฐอเมริกาที่ใช้มาตรฐานบัญชี US GAAP (General Accepted Accounting Principals) ขณะที่กลุ่มตัวอย่างของงานวิจัยนี้เป็นข้อมูลกระแสเงินสดอิสระจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ปฏิบัติตามมาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 7 จึงอาจให้ข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับรายการกระแสเงินสดอิสระที่แตกต่างกัน นอกจากนี้ตัวแปรตามที่ใช้ในการวิเคราะห์ความสามารถของการให้ข้อมูลที่มีคุณค่าและเกี่ยวข้องกับบัญชี จากงานวิจัยของ Maksy & Chen (2014) คือการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ แต่สำหรับงานวิจัยที่ศึกษานี้ใช้ตัวแปรตามคือมูลค่าตามราคาตลาดในปีต่อมา จึงส่งผลให้ผลการวิจัยที่แตกต่างจากงานวิจัยในอดีตได้

5.3 ข้อจำกัดงานวิจัย

การวิจัยนี้เก็บข้อมูลเฉพาะบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยกเว้นอุตสาหกรรมธุรกิจการเงินทั้งอุตสาหกรรม หมวดธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ ผลการวิเคราะห์จึงไม่สามารถนำไปอ้างอิงกับอุตสาหกรรมที่ยกเว้นได้

ข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์นี้ ได้แก่ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน รายจ่ายฝ่ายทุน และเงินปันผลจ่าย มาจากงบกระแสเงินสดซึ่งจัดทำตามมาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 7 (ปรับปรุง 2555 และปรับปรุง 2557) ดังนั้นทำให้การศึกษาค้นครั้งนี้

จำเป็นต้องใช้กลุ่มตัวอย่างที่ปฏิบัติตามมาตรฐานฉบับนี้เท่านั้น ไม่สามารถวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของกลุ่มตัวอย่างที่ไม่ได้ใช้มาตรฐานฉบับนี้ ทำให้งานวิจัยนี้จำกัดเฉพาะบริษัทที่จัดทำงบกระแสเงินสดตามมาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 7 (ปรับปรุง 2555 และปรับปรุง 2557) เท่านั้น

ข้อมูลทั้งหมดเก็บจาก Datastream ซึ่งเป็นฐานข้อมูลด้านการเงินของ Thomson Financial ซึ่งอาจมีข้อมูลบางชุดที่แตกต่างจากแหล่งข้อมูลอื่นๆ เช่น รายงานประจำปี แหล่งข้อมูล Setsmart เป็นต้น

5.4 ข้อเสนอแนะงานวิจัยในอนาคต

งานวิจัยเรื่องกระแสเงินสดอิสระกับมูลค่าตามราคาตลาด ซึ่งทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระในแต่ละรูปแบบกับมูลค่าตามราคาตลาดเป็นตัวแปรตาม ดังนั้นงานวิจัยในอนาคตควรมีการทดสอบความสัมพันธ์กับตัวแปรตามอื่นที่เกี่ยวข้องกับผลการดำเนินงาน เช่น กำไรสุทธิ อัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ราคาหุ้น

งานวิจัยมีวัตถุประสงค์เปรียบเทียบความสัมพันธ์โดยการเปรียบเทียบระหว่างกลุ่มบริษัทที่มูลค่าตามราคาตลาดสูงและมูลค่าตามราคาตลาดต่ำเท่านั้น ยังไม่มีการเปรียบเทียบความสัมพันธ์จากปัจจัยอื่น นักวิจัยสามารถศึกษาเปรียบเทียบแตกต่างของความสัมพันธ์แยกตามประเภทอุตสาหกรรม ประเภทหมวดธุรกิจ กำไร หรือมูลค่าสินทรัพย์ เพื่อศึกษาความแตกต่างของความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มมากขึ้น

การศึกษาครั้งนี้เลือกกลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยกเว้นอุตสาหกรรมธุรกิจการเงินทั้งอุตสาหกรรม หมวดธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ เนื่องจากบริษัทที่ยกเว้นมีการจัดทำงบกระแสเงินสดแตกต่างจากอุตสาหกรรมอื่น ดังนั้นสำหรับงานวิจัยในอนาคต ควรศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างนิยามกระแสเงินสดอิสระในแต่ละรูปแบบกับมูลค่าตามราคาตลาดในอุตสาหกรรมที่ยกเว้นในการศึกษาครั้งนี้ และเปรียบเทียบว่ามีความแตกต่างจากอุตสาหกรรมทั้งหมดอย่างไรบ้าง

นอกจากนี้ควรเปรียบเทียบนิยามกระแสเงินสดอิสระในแต่ละรูปแบบของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) เปรียบเทียบบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อวิเคราะห์ความแตกต่างของรูปแบบกระแสเงินสดอิสระและความสัมพันธ์กับมูลค่าตามราคาตลาด

รายการอ้างอิง

- Arinovic-Barac, Z. (2011). Predicting sustainable financial performance using flow ratios: A comparison between LDA and ANN method. *Sarajevo Business and Economics Review* (31), 33-58.
- 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.
- Brahmasrene, T., Strupeck, C. D., & Whitten, D. (2004). Examining Preferences in Cash Flow Statement Format. *CPA Journal*, 74(10), 58-60.
- Dreyer, J., Erasmus, P., Morrison, J., & Hamman, W. (2013). Sustainable company growth as measured by cash flow. *Management Dynamics*, 22(2). 16-28.
- Fu, F. (2010), Overinvestment and the Operating Performance of SEO. *Financial Management*, 39, 249-272 .
- Habib, A. (2011). Growth opportunities, earnings performance and the valuation of free cash flow, *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 5(4), 101-122.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics (JFE)*, 3(4), 305-360.
- Jooste, L., (2007). An evaluation of the usefulness of cash flow to predict financial distress. *Acta Commercial*, 7(1), 1-13
- Keynes, J. M. (1936). The general theory of employment, interest, and money. http://etext.library.adelaide.edu.au/k/k44_g/k44_g.html
- Oler, D. K., & Picconi, M. P. (2014). Implications of Insufficient and Excess Cash for Future Performance. *Contemporary Accounting Research*, 31(1), 253-283. doi:10.1111/1911-3846.12012
- Maksy, M.M., & Chen, G.T. (2014). Which free cash flow is value relevant? An Empirical investigation, *Journal of Accounting and Finance*, 14(6), 189-200.

Taani, K., & Banykhaled, M.H.H. (2011). The effect of financial ratios, firm size and cash flows from operating activities on earning per share: (An applied study: on Jordanian industrial sector), *International Journal of Social Sciences and Humanity Studies*, 3(1), 197-205.

พัชรสุดา ปัญญาชื่นสกุลสุข, พงศ์พรต ฉัตรภรณ์, วิลาสินี วงศ์แก้ว. (2555). ความเกี่ยวข้องกับมูลค่าของกิจการจากส่วนประกอบของกำไรสุทธิของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในทศวรรษที่ผ่านมา, *จุฬาลงกรณ์ธุรกิจปริทัศน์*, 34(134), 46-81.

วสันต์ กาญจนมุกดา. (2550). การตกแต่งงบกระแสเงินสด, *วารสารเศรษฐศาสตร์และบริหารธุรกิจมหาวิทยาลัยทักษิณ*, 2(2), 63-72.

อาชาณ สุวรรณพฤกษ์ สมนึก เอื้อจิระพงษ์พันธ์ นรินาถ แก้วประเสริฐ ระฆังทอง. (2014). อิทธิพลของกระแสเงินสดอิสระ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ และมูลค่าเพิ่มทางการตลาดที่ส่งผลต่อราคาของหลักทรัพย์ การศึกษาเชิงประจักษ์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100, *WMS Journal of Management Walailak University*, 3(2).

ประวัติผู้เขียน

ชื่อ	นาย ภูษิต วงศ์หล่อสายชล
วันเดือนปีเกิด	3 ตุลาคม
วุฒิการศึกษา	วิทยาศาสตรบัณฑิต
ตำแหน่ง	อาจารย์ประจำ คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัย หอการค้าไทย
ประสบการณ์ทำงาน	อาจารย์ประจำ คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัย