



ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของ
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดย

นายธนพรตม ปัญญาเฟื่อง

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

บัญชีมหาบัณฑิต

ภาควิชาบัญชี สาขาการบัญชี

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ปีการศึกษา 2558

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของ
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดย

นายธนพรธม ปัญญาเฟื่อง

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

บัญชีมหาบัณฑิต

ภาควิชาบัญชี สาขาการบัญชี

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ปีการศึกษา 2558

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์



THE RELATIONSHIP BETWEEN CASH FLOW AND STOCK RETURNS
OF COMPANIES LISTED IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND

BY

MR. THANAPHAT PANYAFUANG



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

FACULTY OF COMMERCE AND ACCOUNTANCY

THAMMASAT UNIVERSITY

ACADEMIC YEAR 2015

COPYRIGHT OF THAMMASAT UNIVERSITY

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี

การค้นคว้าอิสระ

ของ

นายธนพรตม ปัญญาเฟื่อง

เรื่อง

ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียน
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ได้รับการตรวจสอบและอนุมัติ ให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
บัญชีมหาบัณฑิต

เมื่อ วันที่ 15 มี.ค. 2559

ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ

(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.สมชาย สุภัทรกุล)

กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ

(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.วรรณิ เตโชโยธิน)

คณบดี

(ศาสตราจารย์ ดร.ศิริลักษณ์ โรจนกิจอำนวย)

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ	ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและผลตอบแทน ของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย
ชื่อผู้เขียน	นายธนพรธม ปัญญาเฟื่อง
ชื่อปริญญา	บัญชีมหาบัณฑิต
สาขาวิชา/คณะ/มหาวิทยาลัย	บัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ	ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.วรวรรณี เตโชโยธิน
ปีการศึกษา	2558

บทคัดย่อ

งานวิจัยฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งมีกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน และกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินเป็นตัวแปรต้น และผลตอบแทนของหลักทรัพย์เป็นตัวแปรตาม โดยศึกษาจากกลุ่มตัวอย่างคือบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2555 ถึง พ.ศ. 2557 และใช้สถิติเชิงพรรณนาและสถิติเชิงอนุมานในการวิเคราะห์ข้อมูล

ผลการวิจัยพบว่ากระแสเงินสดมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ โดยกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานและกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยมีความสัมพันธ์เป็นลำดับแรกและลำดับรองลงมา โดยกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์และมีความสัมพันธ์น้อยที่สุด

คำสำคัญ : กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน, กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน, กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน, ผลตอบแทนของหลักทรัพย์

Independent Study Title	The relationship between cash flow and stock returns of companies listed in the stock exchange of Thailand
Author	Mr. Thanaphat Panyafuang
Degree	Master Degree of Accounting
Department/Faculty/University	Accounting Faculty of Commerce and Accountancy Thammasat University
Independent Study Advisor	Asst.Prof. Dr.Wanee Taechoyotin
Academic Years	2015

ABSTRACT

The purpose for this research is to study about relationship between cash flow and return from firms in stock exchange in Thailand market. Independent factors used in the studied are cash flow from operating, cash flow from investing and cash flow from financing activities. Dependent factor used in the studied is return from firms. The samples in the research are firms in stock exchange in Thailand market, which from 2012 to 2014. The research had used descriptive statistic and inferential statistics for the test methods.

From the research we found that cash flow has relationship with returns from firms significantly. For the result, cash flow from operation has the most positive relation with the returns from firm and the second is cash flow from financial. Cash flow from investment had negative relation with return from firms and had the least relation.

Keywords : cash flow from operating activities, cash flow from investing activities, cash flow from financing activities, stock return

กิตติกรรมประกาศ

ข้าพเจ้าขอขอบพระคุณโครงการปริญญาโททางการบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ ที่เปิดโอกาสให้ข้าพเจ้าได้เข้าศึกษาต่อในระดับมหาบัณฑิต ซึ่งข้าพเจ้าได้รับความรู้ทั้งทางด้านบัญชี ด้านภาษีอากรและด้านการบริหารจัดการเป็นอย่างดี ขอขอบพระคุณ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.วรรณิ เตโชโยธิน ที่ได้ให้ความกรุณาเป็นที่ปรึกษาในการทำการค้นคว้าอิสระในครั้งนี้ ซึ่งข้าพเจ้าได้รับความรู้และคำแนะนำเป็นอย่างดี และขอขอบพระคุณ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.สมชาย สุภัทรกุล ที่ได้เสียสละเวลาเป็นประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ ที่ได้ชี้แนะทางการทำงานวิจัยและให้คำแนะนำที่เป็นประโยชน์สำหรับการทำงานวิจัยฉบับนี้ให้เสร็จสมบูรณ์ และเกิดประโยชน์ในทางวิชาการ

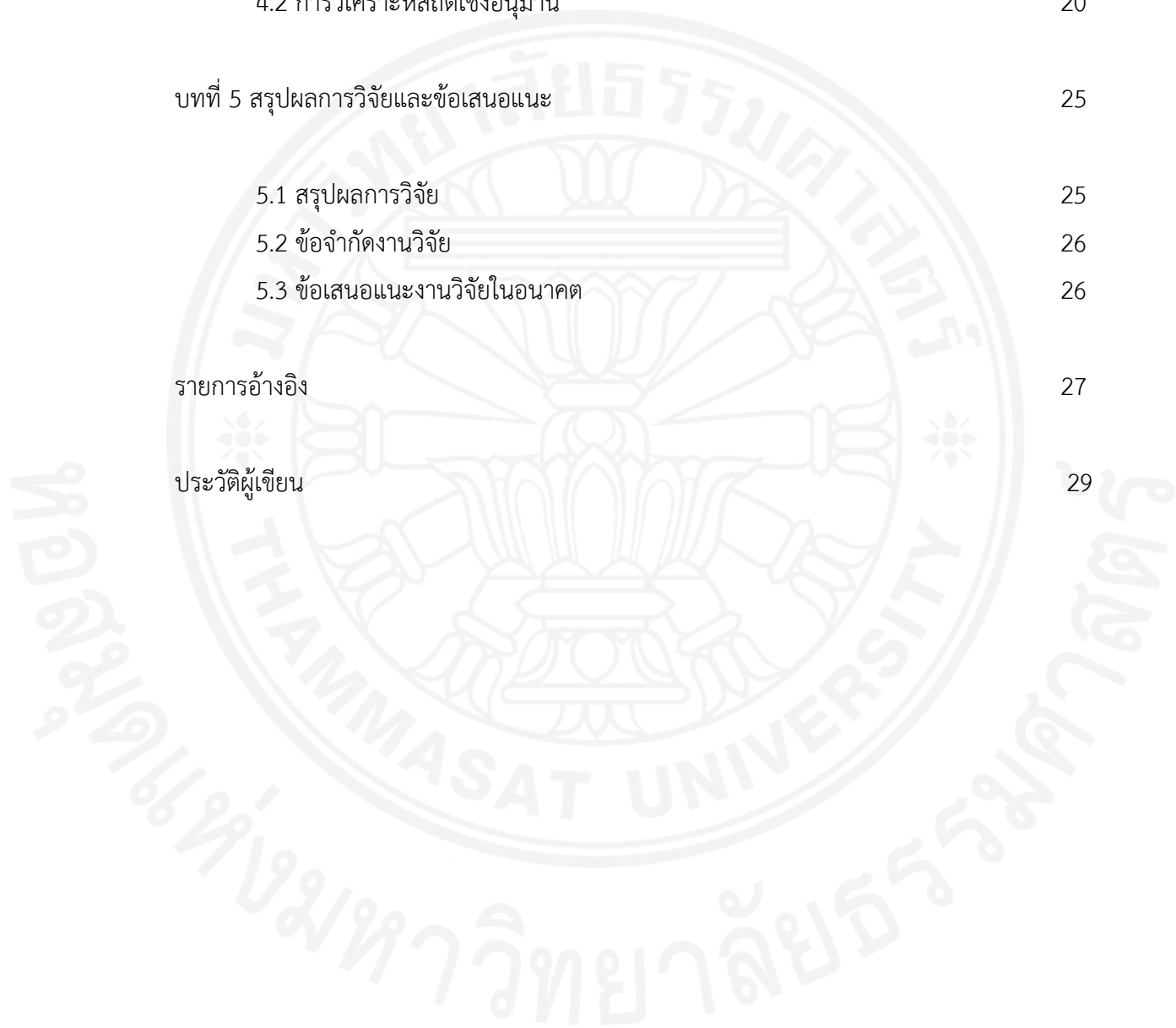
นายธนพรม ปัญญาเฟื่อง
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

พ.ศ. 2558

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	(1)
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	(2)
กิตติกรรมประกาศ	(3)
สารบัญตาราง	(6)
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา	1
1.2 วัตถุประสงค์ของงานวิจัย	2
1.3 ขอบเขตงานวิจัย	2
1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	3
บทที่ 2 วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	4
2.1 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง	4
2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	9
บทที่ 3 วิธีการวิจัย	15
3.1 กลุ่มตัวอย่าง	15
3.2 วิธีการวิจัย	16
3.3 ตัวแบบ	17
3.4 สถิติที่ใช้ในการวิจัย	18

บทที่ 4 ผลการวิจัยและอภิปรายผล	19
4.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา	19
4.2 การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน	20
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ	25
5.1 สรุปผลการวิจัย	25
5.2 ข้อจำกัดงานวิจัย	26
5.3 ข้อเสนอแนะงานวิจัยในอนาคต	26
รายการอ้างอิง	27
ประวัติผู้เขียน	29



สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
4.1 ค่าสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ของกระแสเงินสดและ ผลตอบแทนของหลักทรัพย์	19
4.2 ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson Correlation Coefficient)	21
4.3 ผลการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณของความสัมพันธ์ระหว่าง กระแสเงินสดกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์	22



บทที่ 1

บทนำ

1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา

การระดมทุนผ่านตลาดทุน (Capital Market) ซึ่งเป็นแหล่งระดมเงินทุนระยะยาวโดยที่ผู้ต้องการระดมทุนจะออกตราสารทางการเงินเช่น หุ้นสามัญ หุ้นกู้ และกองทุนรวม เป็นต้น เพื่อจำหน่ายให้กับสาธารณะชน การจำหน่ายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์นั้นนอกจากจะเป็นการระดมทุนแล้ว ยังคงเป็นโอกาสสำหรับผู้ที่ต้องการออมเงินและต้องการลงทุนที่จะได้รับผลตอบแทนที่มีจำนวนมากว่าการลงทุนประเภทอื่น และเมื่อเป็นการลงทุนที่มีผลตอบแทนมากกว่าการลงทุนประเภทอื่น ก็ย่อมที่จะนำมาซึ่งความเสี่ยงที่สูงกว่าตามไปด้วย การลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทใดบริษัทหนึ่งนั้น ปัจจัยพื้นฐานที่นักลงทุนควรนำมาวิเคราะห์ในการตัดสินใจลงทุนคือการวิเคราะห์สถานะเศรษฐกิจ การวิเคราะห์สถานะอุตสาหกรรมและสิ่งสำคัญคือ การวิเคราะห์ผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งผลการดำเนินงานนั้นถือว่าเป็นหัวใจสำคัญของการประกอบธุรกิจ อีกทั้งผลการดำเนินงานที่ดีย่อมส่งผลให้เกิดความมั่งคั่งแก่ผู้ถือหุ้น เพราะจะช่วยเพิ่มมูลค่าให้กับเงินลงทุนให้อยู่ในระดับที่น่าพอใจ ผู้บริหารจึงเป็นกลุ่มบุคคลสำคัญที่จะเป็นผู้วางแผนกลยุทธ์การดำเนินธุรกิจให้เกิดประสิทธิภาพและสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่องค์กร

กำไรหรือขาดทุนสุทธิเป็นรายการที่นักลงทุนมักจะนำมาพิจารณาประกอบการตัดสินใจสำหรับการลงทุนในหลักทรัพย์ แต่ในปัจจุบัน มิใช่เพียงรายการกำไรหรือขาดทุนสุทธิเท่านั้นที่นักลงทุนเลือกนำมาประกอบการพิจารณาตัดสินใจ ซึ่งข้อมูลในงบกระแสเงินสด ก็ได้เข้ามามีบทบาทในการตัดสินใจลงทุนด้วย เพราะงบกระแสเงินสดนั้น เป็นการแสดงให้เห็นถึงแหล่งที่มาและแหล่งที่ใช้ไปของเงินสด ทั้งในส่วนของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน และกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน กล่าวคือ ข้อมูลในงบกระแสเงินสดจะแสดงให้เห็นว่า บริษัทมีกระแสเงินสดที่ได้รับหรือใช้ไปในการดำเนินงาน การลงทุน และการจัดหาเงินเท่าใด โดยที่เมื่อมีการศึกษาพบว่า กำไรสุทธิและกระแสเงินสดมีข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการพยากรณ์กระแสเงินสดในอนาคตของบริษัท อีกทั้งกำไรสุทธิและกระแสเงินสดยังมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์อีกด้วย (Alin and Husam, 2005) นอกจากนี้ยังมีการศึกษาถึงแต่ละรายการของกระแสเงินสดกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ซึ่งพบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ในทางตรงกันข้ามกลับไม่มีความสัมพันธ์กันระหว่างผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน (livnat and Zarowin, 1990) สำหรับกระแสเงินสด

จากกิจกรรมจัดหาเงิน BRS (2006) พบว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ทั้งในส่วนของหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้นและผลการดำเนินงานในอนาคต

จากการทบทวนงานวิจัยความสัมพันธ์เกี่ยวกับกระแสเงินสด พบว่างานวิจัยในอดีตเลือกรายการกระแสเงินสดตามวัตถุประสงค์ของการศึกษาที่แตกต่างกันออกไป บางงานวิจัยใช้กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน บางงานวิจัยใช้กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน และบางงานวิจัยใช้กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน ซึ่งมีงานวิจัยจำนวนน้อยที่ใช้รายการกระแสเงินสดครบทั้งสามประเภทเพื่อศึกษาความสัมพันธ์ในงานวิจัยเดียวกัน และศึกษาในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ดังนั้นงานวิจัยนี้จึงทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน และกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ เพื่อให้ทราบว่ากระแสเงินสดจากแต่ละกิจกรรมมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์หรือไม่และมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางใด

1.2 วัตถุประสงค์ของงานวิจัย

เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน และกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.3 ขอบเขตงานวิจัย

ขอบเขตของงานวิจัยจะศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยกเว้นบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมทางการเงินเนื่องจากมีโครงสร้างทางการเงินและบัญชีที่แตกต่างจากอุตสาหกรรมทั่วไป บริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูกิจการ และบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน ซึ่งจะทำการศึกษาโดยใช้ข้อมูลจากฐานข้อมูล DATASTREAM ย้อนหลัง 3 ปี ระหว่างปี พ.ศ. 2555 – 2557

1.4 ประโยชน์ที่จะคาดว่าจะได้รับ

1. บริหารทราบถึงความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ซึ่งสามารถนำข้อมูลไปใช้ในการบริหารกระแสเงินสดให้อยู่ในระดับที่เหมาะสมกับกิจการเพื่อการวางแผนและตัดสินใจการดำเนินธุรกิจของตนเอง
2. ผู้ใช้งบการเงินสามารถนำความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ไปใช้เพื่อประกอบการพิจารณาตัดสินใจลงทุน

บทที่ 2

วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

2.1.1 แนวคิดเกี่ยวกับกระแสเงินสด

งบกระแสเงินสด (Cash Flow Statement) เป็นส่วนประกอบหนึ่งของการเงินที่จะแสดงถึงกระแสเงินสดเข้า กระแสเงินสดออกและรายการเทียบเท่าเงินสดของกิจการในรอบระยะเวลาหนึ่ง (พรชนก รัตน์ไพจิตร, 2547) และเป็นแหล่งข้อมูลสำคัญที่ผู้ใช้งบการเงินใช้เป็นเครื่องมือประเมินการเปลี่ยนแปลงในสินทรัพย์สุทธิของกิจการ การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างทางการเงินรวมถึงสภาพคล่องและความสามารถในการชำระหนี้ ตลอดจนความสามารถของกิจการที่จะจัดการเกี่ยวกับจำนวนเงินและระยะเวลาของกระแสเงินสดเพื่อปรับให้เข้ากับการเปลี่ยนแปลงของโอกาสและสถานการณ์ที่เกิดขึ้น (วรศักดิ์ ทูมมานนท์, 2545) ข้อมูลกระแสเงินสดนั้นยังช่วยให้ผู้ใช้งบการเงินสามารถนำไปสร้างแบบจำลองเพื่อประเมินและเปรียบเทียบมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดในอนาคตที่แตกต่างกัน รวมทั้งช่วยเพิ่มความสามารถในการเปรียบเทียบกันได้ของผลการดำเนินงานที่รายงานโดยกิจการที่มีความแตกต่างกัน เนื่องจากได้ตัดผลกระทบที่เกิดจากการใช้วิธีปฏิบัติทางบัญชีที่แตกต่างกันสำหรับรายการและเหตุการณ์ที่เหมือนกันออกไปแล้ว (สภาวีชาชีวะบัญชีในพระบรมราชูปถัมภ์, 2558) ในปัจจุบันประเทศไทยได้บังคับใช้ มาตรฐานการบัญชีฉบับที่ 7 (ปรับปรุง 2557) เรื่องงบกระแสเงินสด ซึ่งเป็นฉบับปรับปรุงของคณะกรรมการมาตรฐานการบัญชีระหว่างประเทศที่สิ้นสุดในวันที่ 31 ธันวาคม 2555 (IAS 7 : Statement of Cash Flows (Bound volume 2013 Consolidated without early application) โดยให้ถือปฏิบัติกับงบการเงินสำหรับรอบระยะเวลาบัญชีที่เริ่มในหรือหลัง วันที่ 1 มกราคม 2558 เป็นต้นไป

การนำเสนองบกระแสเงินสดนั้น มาตรฐานการบัญชีฉบับที่ 7 (ปรับปรุง 2557) เรื่องงบกระแสเงินสด กำหนดให้กิจการจะต้องนำเสนอรายการกระแสเงินสดที่เกิดจากกิจกรรมดำเนินงาน กิจกรรมลงทุนและกิจกรรมจัดหาเงิน โดยจำแนกตามลักษณะที่เหมาะสมกับกิจการมากที่สุดซึ่งจะส่งผลให้ผู้ใช้งบการเงินนั้นสามารถประเมินผลกระทบจากกิจกรรมต่างๆที่เกิดขึ้นที่จะมีต่อฐานะทางการเงินของกิจการ ลักษณะของกระแสเงินสดในแต่ละกิจกรรมสามารถสรุปได้ดังนี้

กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (Cash Flow from Operating Activities : CFO)

กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน เป็นกระแสเงินสดที่เกิดจากกิจกรรมหลักที่ก่อให้เกิดรายได้ของกิจการ มักจะเป็นผลมาจากรายการต่างๆ และเหตุการณ์อื่นๆ ที่เกิดขึ้นจากการคำนวณกำไรสุทธิ โดยไม่ใช่กิจกรรมลงทุนและกิจกรรมจัดหาเงิน กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานนี้ จะเป็นเครื่องบ่งชี้ถึงความสามารถของกิจการในการก่อให้เกิดกระแสเงินสดที่เพียงพอที่จะใช้ในการดำเนินธุรกิจ ความสามารถในการจ่ายชำระหนี้ และเพื่อการลงทุนใหม่ โดยไม่ต้องพึ่งพาแหล่งเงินทุนจากภายนอก

กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน (Cash Flow from Investing Activities : CFI)

กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนหมายถึง กระแสเงินสดที่เกิดจากการซื้อและจำหน่ายสินทรัพย์ระยะยาวและเงินลงทุนอื่นของกิจการ ซึ่งไม่รวมอยู่ในรายการเทียบเท่าเงินสด ซึ่งกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนนี้จะสื่อให้ผู้ใช้งบการเงินทราบว่ากิจการมีกระแสเงินสดจ่ายในการลงทุน เพื่อก่อให้เกิดกระแสเงินสดรับในอนาคต เช่น เงินสดจ่ายเพื่อซื้อที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ เงินสดจ่ายเพื่อซื้อเงินลงทุน เงินสดรับจากดอกเบี้ยและเงินปันผล เป็นต้น

กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน (Cash Flow from Financing Activities : CFF)

กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินหมายถึง กระแสเงินสดที่เกิดจากการก่อหนี้สินทั้งระยะสั้นและระยะยาว ที่มีผลทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในขนาดและองค์ประกอบของส่วนของผู้ถือหุ้นและส่วนของการกู้ยืมของกิจการ เช่น การออกหุ้นเพิ่มทุน การออกหุ้นกู้แปลงสภาพ การกู้ยืมเงิน เป็นต้น

อย่างไรก็ตามในอดีตนั้น นักลงทุนจะพิจารณาผลการดำเนินงานที่แสดงอยู่ในงบกำไรขาดทุนเป็นสำคัญเพื่อเป็นเครื่องมือประกอบการตัดสินใจ ซึ่งการคำนวณผลการดำเนินงานในงบกำไรขาดทุนนั้นจัดทำโดยใช้เกณฑ์คงค้าง กล่าวคือ มีการรับรู้และบันทึกรายการเมื่อรายการนั้นเกิดขึ้น โดยไม่ได้คำนึงถึงว่าจะมีการรับหรือจ่ายเงินสดในวันที่เกิดรายการหรือไม่ ซึ่งมีความแตกต่างกับงบกระแสเงินสดที่จะให้ข้อมูลเกี่ยวกับกระแสเงินสดรับและจ่ายออกไปจริงของกิจการ ซึ่งจะทำให้ประโยชน์แตกต่างจากงบกำไรขาดทุนออกไปเช่น ความสามารถในการจ่ายเงินปันผล ความสามารถในการจ่ายชำระหนี้ ความสามารถของกิจการที่จะได้รับเงินสดหรือรายการเทียบเท่าเงินสดซึ่งจะช่วยให้มองเห็นภาพการบริหารเงินสด รวมไปถึงเป็นตัวบ่งชี้ถึงจำนวนเงิน ระยะเวลา และความแน่นอนที่กระแสเงินสดจะเกิดขึ้นในอนาคตได้

2.1.2 แนวคิดการลงทุนในตราสารทุน

ตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพ

สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน (2548) การลงทุนอย่างมีประสิทธิภาพและช่วยลดความเสี่ยงในการลงทุนนั้น นักลงทุนควรจะต้องวิเคราะห์ข้อมูลจากแหล่งต่างๆ ที่จะส่งผลกระทบต่อการเปลี่ยนแปลงในราคาหลักทรัพย์ เพื่อให้ นักลงทุนมั่นใจได้ว่า จะได้รับผลตอบแทนตามที่คาดหวังไว้ ซึ่งในการวิเคราะห์การลงทุน ไม่ว่าจะเป็นการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน (Fundamental Analysis) และ การวิเคราะห์ทางเทคนิค (Technical Analysis) ก็ได้อาศัยแนวคิดเรื่องประสิทธิภาพของตลาดทุนมาประยุกต์ใช้ด้วย

ตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Capital Market) หมายถึง ตลาดที่ราคาหลักทรัพย์จะเปลี่ยนแปลงได้ตลอดเวลาเมื่อได้รับผลกระทบจากปัจจัยต่างๆ โดยที่ราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันจะสะท้อนถึงปัจจัยทั้งหมดที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ โดยที่ตลาดที่มีประสิทธิภาพจะอยู่บนสมมติฐาน (Efficient Market Hypothesis) ดังนี้

- ผู้ที่เข้ามาอยู่ในตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพมีความเป็นอิสระในการประเมินและวิเคราะห์หลักทรัพย์
- นักลงทุนจะเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์เพื่อให้สะท้อนถึงปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อหลักทรัพย์
- ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อหลักทรัพย์จะเกิดขึ้นได้ตลอดเวลา
- ราคาหลักทรัพย์จะสะท้อนถึงผลตอบแทนที่คาดหวัง (Expect Return)

การวิเคราะห์ทางเทคนิค ยังคงมีหลักการที่ขัดแย้งกับแนวคิดตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพอยู่บ้าง แต่สำหรับการวิเคราะห์หลักทรัพย์ที่มีการสนับสนุนแนวคิดประสิทธิภาพของตลาดทุนคือการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน (Fundamental Analysis) โดยเป็นแนวคิดที่เชื่อว่ามูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ (Intrinsic Value) จะขึ้นอยู่กับปัจจัยพื้นฐานต่างๆที่เกี่ยวข้อง เพราะฉะนั้น นักลงทุนควรจะนำปัจจัยพื้นฐานมาใช้ในการวิเคราะห์หลักทรัพย์ โดยแบ่งได้เป็นขั้นตอนดังนี้

- การวิเคราะห์ปัจจัยทางเศรษฐกิจ (Economic Analysis) จะทำการวิเคราะห์สภาพเศรษฐกิจทั้งหมดตั้งแต่อดีตจนกระทั่งคาดการณ์สภาวะที่จะเกิดขึ้นในอนาคต รวมไปถึงนโยบายเศรษฐกิจการคลังของรัฐที่จะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจภายในประเทศทั้งในเชิงบวกและเชิงลบ

- การวิเคราะห์อุตสาหกรรม (Industry Analysis) เป็นการวิเคราะห์ภายในอุตสาหกรรมที่สนใจลงทุนทั้งในด้านสภาพตลาด การแข่งขันและอนาคตของอุตสาหกรรม
- การวิเคราะห์บริษัท (Company Analysis) เป็นการวิเคราะห์ถึงลักษณะทั่วไปของบริษัทเช่น รูปแบบการดำเนินธุรกิจ ส่วนแบ่งการตลาด เป็นต้น ซึ่งเป็นการวิเคราะห์เชิงคุณภาพ (Qualitative Analysis) และการวิเคราะห์ฐานะทางการเงินและผลการดำเนินงาน ในอดีตจนถึงปัจจุบัน ซึ่งเป็นการวิเคราะห์เชิงปริมาณ (Quantitative Analysis) เพื่อพิจารณาว่า ฐานะทางการเงินมีแนวโน้มเป็นอย่างไร มีโอกาสได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนมากน้อยเพียงใด

นักลงทุนจะทำการประเมินราคาที่เหมาะสมของหลักทรัพย์ที่ได้มาจากการวิเคราะห์แล้วนำมาเปรียบเทียบกับราคาตลาด (Market Value) โดยนักลงทุนจะตัดสินใจซื้อหลักทรัพย์เมื่อราคาตลาดต่ำกว่าราคาที่แท้จริง และในทางกลับกันนักลงทุนจะตัดสินใจขายหลักทรัพย์เมื่อราคาตลาดมีมูลค่าสูงกว่าราคาที่แท้จริง

2.1.3 แนวคิดในการวัดผลการดำเนินงานของกิจการ

แนวคิดในการวัดผลการดำเนินงานของ Wolk, Dodd, and Rozycki (2008) ได้จำแนกประเภทของการวัดผลการดำเนินงานไว้เป็น 2 ประเภทย่อยดังนี้

1. แนวคิดการวัดผลการดำเนินงานในปัจจุบัน (Current Operation Concept) สำหรับแนวความคิดนี้มีความเชื่อว่า รายงานทางการเงินควรจะให้ข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการตัดสินใจและให้เฉพาะข้อมูลที่จำเป็นเท่านั้น เพื่อที่จะทำให้ผู้ใช้งบการเงินเกิดประโยชน์ในการนำรายงานทางการเงินไปใช้ในการตัดสินใจมากที่สุด ดังนั้น รายการที่เป็นรายได้และค่าใช้จ่ายที่ไม่ได้เกิดตามปกติวิสัยของกิจการก็อาจจะไม่ส่งผลต่อการตัดสินใจ อีกทั้งอาจจะทำให้เกิดความเข้าใจในรายงานทางการเงินที่คลาดเคลื่อนอีกด้วย
2. แนวคิดรวมหมดทุกอย่าง (All-Inclusive Concept) สำหรับแนวความคิดนี้จะเห็นด้วยกับการแสดงรายการในรูปแบบของกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จ ซึ่งจะรวมทั้งในส่วนของรายได้และค่าใช้จ่ายที่เกิดจากการดำเนินงานตามปกติ

ของกิจการและรายการเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นโดยส่งผลกระทบต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของเจ้าของ เหตุที่ผู้สนับสนุนเห็นด้วยกับแนวคิดนี้เพราะว่า ผู้ใช้งบการเงินอาจจะเข้าใจผิด ในผลการดำเนินงานของกิจการ ถ้ากิจการไม่แสดงรายการอย่างครบถ้วน

2.1.4 แนวคิดผลตอบแทนหลักทรัพย์

ผลตอบแทนหลักทรัพย์ หมายถึง ผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนได้รับจากการลงทุนใน หลักทรัพย์ โดยที่ผลตอบแทนจากหลักทรัพย์นั้น สามารถจำแนกได้ดังนี้ (จรัญ สันข์แก้ว, 2548)

1. ผลตอบแทนจากการลงทุนระหว่างงวด (Yield) หมายถึง เงินสดปันผลหรือ ดอกเบี้ยที่ผู้ออกหลักทรัพย์หรือตราสารจ่ายให้กับผู้ลงทุนหรือผู้ที่ถือหลักทรัพย์ ในระหว่างการลงทุนนั้น ซึ่งอาจมีค่าเป็นศูนย์หรือเป็นบวกได้
2. ผลกำไรส่วนต่างจากราคาหลักทรัพย์ (Capital Gain) หมายถึง กระแสเงินสด ที่ได้รับจากการเพิ่มขึ้นของมูลค่าหลักทรัพย์เกิดเป็นกำไรส่วนเกินทุน ซึ่งอาจมีค่าเป็น ศูนย์ หรือเป็นบวก หรือเป็นลบได้

ผลตอบแทนรวมของหลักทรัพย์ (Total Return) หมายถึง ผลรวมของผลตอบแทน จากการลงทุนระหว่างงวดกับผลกำไรจากส่วนต่างราคาหลักทรัพย์

2.1.5 กำไรทางบัญชีกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์

ข้อมูลทางการเงินของกิจการเป็นข้อมูลที่มีความสำคัญที่ผู้ลงทุนจะนำไปใช้ ประเมินประสิทธิภาพการดำเนินงานของกิจการ สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน (2548) กล่าวว่า อัตรา ผลตอบแทนหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับกำไรทางบัญชี โดยนักลงทุนจะนำรายงานทางการเงินทั้ง ฐานะทางการเงินและผลการดำเนินงาน รวมถึงสภาพเศรษฐกิจ เพื่อใช้คาดการณ์กำไรและการจ่ายเงิน ปันผลของกิจการ อีกทั้งเพื่อใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจในการซื้อขายหลักทรัพย์จาก ความสัมพันธ์ที่กล่าวไปข้างต้นนั้น จะเห็นว่าการเปลี่ยนแปลงในหลักทรัพย์ในระยะเวลาหนึ่งนั้น จะเกิดได้จากข้อมูลสำคัญ 2 ชนิด ได้แก่ กำไรขาดทุนของกิจการ และปัจจัยอื่นที่เกี่ยวข้อง ไม่ว่าจะเป็น เศรษฐกิจทั้งภายในภายนอก ความเสี่ยงประเภทต่างๆ เป็นต้น ซึ่งถ้าเกิดการเปลี่ยนแปลงใน ข้อมูลสำคัญที่กล่าวไปข้างต้น ก็จะทำให้ราคาหลักทรัพย์มีการเปลี่ยนแปลงเสมอ กล่าวคือ ถ้ากิจการมี กำไรทางบัญชีที่ดี มีการจ่ายเงินปันผลในอัตราที่เพิ่มขึ้น ก็จะส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลง เพิ่มขึ้นไปตามกัน ในทางตรงกันข้าม ถ้ากิจการประสบภาวะขาดทุน มีการจ่ายเงินปันผลในอัตราที่ ลดลง ก็จะส่งผลทำให้ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวลดต่ำลงไปด้วย

ในทฤษฎีทางการเงิน มีการประเมินราคาหลักทรัพย์ที่ถือว่าเป็นรากฐานของการ ประเมินราคาหลักทรัพย์เรียกว่า การประเมินราคาหลักทรัพย์โดยวิธีคิดลดกระแสเงินปันผล เนื่องจาก เงินปันผลคือกระแสเงินสดที่ผู้ถือหุ้นสามัญจะได้รับโดยตรงจากกิจการ เราเรียกราคาตลาดจากวิธีนี้

ว่ามูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ (Intrinsic Value) ถ้าหลักทรัพย์นั้นมีราคาสูงกว่าที่ควรจะเป็น (Overvalued) ค่าที่ประเมินได้จะต่ำกว่าราคาตลาดที่ซื้อขาย กลไกนี้จะส่งผลให้ราคาตลาดของหลักทรัพย์เข้าหามูลค่าที่แท้จริงกล่าวคือ ในกรณีที่ราคาตลาดต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงและผู้ลงทุนเข้าซื้อหลักทรัพย์นั้นจำนวนมากจะทำให้ราคาหลักทรัพย์สูงขึ้นจนเท่ากับมูลค่าที่แท้จริง อย่างไรก็ตามมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์จะเปลี่ยนแปลงไป ก็ต่อเมื่อปัจจัยพื้นฐานของหลักทรัพย์นั้นมีเปลี่ยนแปลงไปด้วย

2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.2.1 งานวิจัยเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานและผลตอบแทนของหลักทรัพย์

กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน เป็นกระแสเงินสดที่เกิดจากกิจกรรมหลักที่ก่อให้เกิดรายได้ของกิจการ มักจะเป็นผลมาจากรายการต่างๆและเหตุการณ์อื่น ๆ ที่เกิดขึ้นจากการคำนวณกำไรสุทธิ แต่จะไม่รวมถึงกำไรหรือขาดทุนที่ได้เกิดขึ้นจากการขายสินทรัพย์คือ ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ ซึ่งจะจัดประเภทอยู่ในกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานนี้ จะเป็นเครื่องบ่งชี้ถึงความสามารถของกิจการในการก่อให้เกิดกระแสเงินสดที่เพียงพอที่จะใช้ในการดำเนินธุรกิจ ความสามารถในการจ่ายชำระหนี้ และเพื่อการลงทุนใหม่โดยไม่ต้องพึ่งพาแหล่งเงินทุนจากภายนอก

Zarwin and Livnat (1990) ได้ศึกษาถึงความสัมพันธ์ของข้อมูลส่วนเพิ่มในองค์ประกอบของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนและกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในช่วงระหว่างปี 1974 ถึง 1986 พบว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ซึ่งแบ่งได้เป็น 2 ทิศทางคือ กระแสเงินสดรับจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ในทางตรงกันข้าม กระแสเงินสดจ่ายจากกิจกรรมดำเนินงานกลับมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ และเมื่อเปรียบเทียบทั้ง 3 กิจกรรมยังพบว่าองค์ประกอบของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานยังมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์มากที่สุด รองลงมาคือกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินในส่วนของการออกหุ้นสามัญและการออกหุ้นกู้ ในขณะที่ผลการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์ของผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Black (1998) ที่ศึกษาถึงประโยชน์ส่วนเพิ่มของกระแสเงินสดทั้ง 3 กิจกรรมกับมูลค่าองค์กรซึ่งพบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับมูลค่าองค์กรทั้งใน 3 ช่วงวัฏจักรธุรกิจกล่าวคือ ช่วงกำลังเจริญเติบโต ช่วงรุ่งเรือง

และช่วงถดถอย จากงานวิจัยในอดีตยังพบอีกว่าในกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีการลงทุนในเทคโนโลยีขั้นสูงนั้น การวัดผลที่เป็นกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์ในการกำหนดราคาหลักทรัพย์มากกว่าการวัดผลตามเกณฑ์คงค้าง อีกทั้งนักลงทุนยังให้ความสำคัญกับข้อมูลกระแสเงินสดและความสนใจในมูลค่าของกระแสเงินสดของกิจการเป็นหลักอีกด้วย (Al-Harbi and Abdullah, 2003)

กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานนั้นแสดงถึงความสามารถของกิจการในการก่อให้เกิดกระแสเงินสดที่เพียงพอที่จะใช้ในการดำเนินธุรกิจ จึงมีประโยชน์ต่อการตัดสินใจลงทุน และแหล่งเงินทุนก็มีความเชื่อมั่นในการปล่อยสินเชื่อให้แก่กิจการด้วย (Allen, 2000) อีกทั้งยังช่วยประเมินความสามารถทำกำไรและความสามารถในการก่อให้เกิดกระแสเงินสดในอนาคตได้ ในทางตรงกันข้าม Greenberg, Johnson, and Ramesh (1986) ได้ศึกษาความสามารถของกำไรสุทธิและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในการพยากรณ์กระแสเงินสดในอนาคต พบว่ากำไรสุทธิมีความสามารถในการพยากรณ์กระแสเงินสดในอนาคตที่จะเกิดขึ้นกับกิจการมากกว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Dechow, Kothari, and Watts (1998) ที่พบว่ากำไรสุทธิมีความผิดพลาดน้อยกว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในการพยากรณ์กระแสเงินสดในอนาคต

สำหรับการศึกษาความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในบริบทของประเทศไทยนั้น มีการศึกษาถึงความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดและกำไรกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ซึ่งพบว่ากระแสเงินสดทั้งจากกิจกรรมดำเนินงาน กิจกรรมลงทุนและกิจกรรมจัดหาเงิน มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญไปในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ อีกทั้งกระแสเงินสดจากทั้ง 3 กิจกรรมดังกล่าวยังสามารถอธิบายถึงการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้เป็นอย่างดี (อุษณี วรพันธ์พิทักษ์, 2549) ในทางตรงกันข้ามยังมีงานวิจัยที่ศึกษาถึงความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์พบว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ (สุธาร์ตน์ นรชุน, 2553)

จากการทบทวนวรรณกรรมเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างกิจกรรมดำเนินงานกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่กล่าวไปข้างต้นนั้น จะเห็นได้ว่าความสัมพันธ์ที่เกิดขึ้นนั้นในแต่ละงานวิจัยทั้งในประเทศและต่างประเทศนั้น ยังคงมีผลการวิจัยที่ความแตกต่าง ผู้วิจัยมีความสนใจที่จะศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรดังกล่าวของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จึงได้กำหนดสมมติฐานเพื่อทดสอบความสัมพันธ์ดังนี้

H₁: กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2.2.2 งานวิจัยเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนและผลตอบแทนของหลักทรัพย์

กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนเป็นกระแสเงินสดที่เกิดจากการซื้อและการจำหน่ายสินทรัพย์ระยะยาวและเงินลงทุนอื่นของกิจการ ซึ่งไม่รวมอยู่ในรายการเทียบเท่าเงินสด ซึ่งกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนนี้จะช่วยให้ผู้ใช้งบการเงินทราบว่ากิจการมีกระแสเงินสดจ่ายในการลงทุน เพื่อก่อให้เกิดกระแสเงินสดรับในอนาคต เช่น เงินสดจ่ายเพื่อซื้อที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ เงินสดจ่ายเพื่อซื้อเงินลงทุน เงินสดรับจากดอกเบี้ยและเงินปันผล เป็นต้น

Black (1998) ศึกษาถึงประโยชน์ส่วนเพิ่มของกระแสเงินสดทั้ง 3 กิจกรรมกับมูลค่าองค์กรในแต่ละวัฏจักรของธุรกิจซึ่งพบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนมีความสัมพันธ์กับมูลค่าองค์กรใน 2 ช่วงวัฏจักรธุรกิจกล่าวคือ ช่วงเริ่มต้นและช่วงกำลังเจริญเติบโต เนื่องจากในช่วงเริ่มต้นของการดำเนินธุรกิจกิจการจะมีการลงทุนจำนวนมาก เช่น เงินสดจ่ายเพื่อซื้อสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนที่ใช้ในการดำเนินงานของกิจการ และจะเริ่มเพิ่มมากขึ้นในช่วงที่กิจการเจริญเติบโต ซึ่งข้อมูลกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนนี้ ก็จะมีผลต่อการตัดสินใจพิจารณาของนักลงทุนและพิจารณามูลค่าขององค์กร และผลการศึกษาในประเทศอินโดนีเซียยังพบว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนมีอิทธิพลต่อผลตอบแทนที่คาดหวังของนักลงทุน (Danial and Suhairi, 2006) แต่ผลการวิจัยของ Zarowin and Livnat (1990) ซึ่งทำการศึกษาถึงประโยชน์ส่วนเพิ่มของกระแสเงินสดทั้ง 3 กิจกรรมกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์พบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนไม่มีความสัมพันธ์และไม่สามารถอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้

สำหรับการศึกษาเกี่ยวกับเรื่องกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในประเทศไทยนั้น จากการทบทวนวรรณกรรมเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างกิจกรรมลงทุนกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่กล่าวไปข้างต้นนั้น จะเห็นได้ว่าความสัมพันธ์ที่เกิดขึ้นนั้นยังคงมีผลการวิจัยเป็นไปในทั้งทิศทางบวกและทิศทางลบต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ทำให้ผู้วิจัยมีความสนใจที่จะศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรทั้งสองดังกล่าว จึงได้กำหนดสมมติฐานเพื่อทดสอบความสัมพันธ์ดังนี้

H₂: กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2.2.3 งานวิจัยเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินและผลตอบแทนของหลักทรัพย์

กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน เป็นกระแสเงินสดที่มีผลทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในขนาดและโครงสร้างของส่วนของผู้ถือหุ้นและส่วนของการกู้ยืมของกิจการ โดยอาจจะเกิดจากการก่อหนี้ระยะสั้นหรือระยะยาว หรือเป็นการลงทุนจากเจ้าของกิจการ ซึ่งจะ使得กิจการสามารถประเมินสิทธิเรียกร้องในกระแสเงินสดในอนาคตได้ ตัวอย่างของกระแสเงินสดรับจากกิจกรรมจัดหาเงินเช่น เงินสดรับจากการกู้ยืมเงิน การออกหุ้นหรือตั๋วเงิน กระแสเงินสดจ่ายจากกิจกรรมจัดหาเงิน เช่น เงินสดที่จ่ายชำระเงินกู้ เงินสดที่จ่ายแก่ผู้เป็นเจ้าของเพื่อซื้อหรือไถ่ถอนหุ้นของกิจการ เป็นต้น กระแสเงินสดจากกิจกรรมดังกล่าวนี้เป็นสิ่งที่แสดงให้เห็นว่า กิจการมีการจัดหาเงินโดยการก่อหนี้และ/หรือโดยการเพิ่มทุนบ้างหรือไม่ เป็นจำนวนเงินเท่าใด และ มีการชำระคืนหนี้สินระยะยาวหรือซื้อหลักทรัพย์หุ้นทุน/หุ้นกู้บ้างหรือไม่ ซึ่งเป็นข้อมูลที่เป็นประโยชน์ทั้งกับผู้บริหารที่จะช่วยให้มองเห็นภาพความสามารถในการบริหารกิจการของตนรวมไปถึงการตัดสินใจกู้ยืมเงินที่จำเป็นและเป็นประโยชน์ต่อบุคคลภายนอกที่สนใจเช่น นักลงทุนที่จะใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจลงทุนในกิจการนั้นๆ เป็นต้น

การศึกษาผลตอบแทนของหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานจากการออกตราสารทั้งในช่วงก่อนและหลังของการออกหุ้นเพิ่มทุน การออกหุ้นกู้แปลงสภาพ และการกู้ยืมเงิน พบว่า ก่อนที่จะเกิดกิจกรรมจัดหาเงินทั้ง 3 กิจกรรมดังกล่าว กิจการมีผลการดำเนินงานและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่สูง ซึ่งผลการดำเนินงานและผลตอบแทนของหลักทรัพย์นั้นจะลดต่ำลงทั้งในช่วงของการออกหุ้นเพิ่มทุนและการออกหุ้นกู้แปลงสภาพภายหลังกิจกรรมจัดหาเงินนั้นเสร็จสิ้นลง แต่จะไม่มีผลกระทบต่อการใช้เงิน (Bae et al., 2002) เป็นไปตามทฤษฎีการส่งสัญญาณซึ่งมีสมมติฐานที่ว่า กิจการจะบริหารเงินโดยยึดถือผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นเดิมก่อน โดยนักลงทุนจะมองว่าเป็นการส่งสัญญาณในทางลบสำหรับกิจการที่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน กล่าวคือ นักลงทุนสันนิษฐานว่ากิจการมีผลการดำเนินงานที่ไม่ดี กลไกของตลาดจะทำให้ราคาหลักทรัพย์ของกิจการนั้นลดลง แต่ถ้าเป็นการกู้ยืมเงิน นักลงทุนจะคิดว่าเป็นการส่งสัญญาณในทางบวก กล่าวคือกิจการที่มีผลการดำเนินงานที่ดี แหล่งเงินทุนที่จะให้สินเชื่อจะมีความเชื่อมั่นในฐานะทางการเงินของกิจการ กลไกของตลาดจะทำให้ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวสูงขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับ Bradshaw Richardson and Sloan (2006) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกิจกรรมการจัดหาเงินขององค์กรกับการพยากรณ์ผลการดำเนินงานในอนาคตและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ซึ่งจากการศึกษาพบว่ากิจกรรมจัดหาเงินขององค์กรนั้นมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ไปในเชิงลบหรือในทิศทางตรงกันข้าม กล่าวคือ เมื่อกิจการมีกระแสเงินสดเข้าจากกิจกรรมจัดหาเงินเพิ่มขึ้นจะส่งผลให้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์มีมูลค่าลดลง

โดยผลการศึกษานี้สอดคล้องกับสมมติฐานของทฤษฎีการประเมินมูลค่าผิดพลาด (Misvaluation Hypothesis) ที่อธิบายว่า นักลงทุนที่ต้องการลงทุนในหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์นั้นมักจะประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ผิดพลาดโดยประเมินมูลค่าสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง ทำให้บริษัทในตลาดหลักทรัพย์ลงทุนเพิ่มสูงขึ้นเพราะมีแนวความคิดที่ว่า หากนักลงทุนประเมินมูลค่าหลักทรัพย์สูงกว่าความเป็นจริงจะเกิดเป็นแรงกระตุ้นให้เกิดการลงทุน โดยที่กิจการจะระดมทุนเพิ่มขึ้นจากส่วนของผู้อถือหุ้น ในทางกลับกัน นักลงทุนอาจจะประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ต่ำกว่าราคาที่แท้จริงก็เป็นได้

จากทฤษฎีการประเมินมูลค่าผิดพลาดนั้นจะเห็นได้ว่าผู้บริหารจะใช้ประโยชน์จากข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมกันจับจังหวะตลาด (Market Timing) ซึ่งเป็นการตอบสนองความต้องการของตลาดในเวลาที่เราหลักทรัพย์สูงกว่ามูลค่าหลักทรัพย์ที่แท้จริงและออกหุ้นเพิ่มทุน โดยให้ข้อมูลว่ากิจการมีโครงการที่จะดำเนินการที่มูลค่าปัจจุบันที่แท้จริงเป็นบวก เพราะฉะนั้นเงินทุนที่กิจการได้รับนั้นก็เกิดจากราคาหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง อีกทั้งยังส่งผลถึงความน่าเชื่อถือที่มีต่อแหล่งเงินทุนที่กิจการอาจจะทำการกู้ยืมอีกด้วย เมื่อตลาดรับรู้ถึงมูลค่าให้แก่หลักทรัพย์มีมูลค่าสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์หลังจากกิจกรรมจัดหาเงิน จะส่งผลให้ผลการดำเนินงานและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ลดลงในเวลาต่อมา

นอกจากงานวิจัยที่กล่าวไปข้างต้นแล้ว ยังมีงานวิจัยอีกส่วนหนึ่งที่ทำการศึกษาลงแล้วได้ผลไปในทิศทางเดียวกัน Loughan and Ritter (1997) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ของผลการดำเนินงานของกิจการกับการออกหุ้นเพิ่มทุนโดยกลุ่มตัวอย่างคือ บริษัทใน New York Stock Exchange, American Stock Exchange และ Nasdaq ระหว่างปี 1979 ถึง 1989 พบว่าภายหลังที่กิจการออกหุ้นเพิ่มทุนนั้นกิจการมีกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินที่เพิ่มขึ้นแต่ผลการดำเนินงานของกิจการภายหลังการออกหุ้นเพิ่มทุนลดต่ำลงอย่างต่อเนื่องเป็นเวลาประมาณ 5 ปี ซึ่งสอดคล้องกับ Mclaughlin Safieddine and Vasudevan (1996) และ Heron and Lie (2004) จากผลการศึกษาพบว่าบริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนนั้น ในภายหลังการออกหุ้นเพิ่มทุนมีผลการดำเนินงานลดต่ำลงกว่าก่อนมีการออกหุ้นเพิ่มทุน

สำหรับการศึกษาเกี่ยวกับเรื่องกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในประเทศไทยนั้น ธนิษฐา มหุญพาชัย (2553) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคตในช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2542 ถึง พ.ศ. 2550 โดยแบ่งเป็นกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงิน กระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมและกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นเพิ่มทุน พบว่ามีความสัมพันธ์กันไปในทิศทางตรงกันข้าม สอดคล้องกับ Bradshaw Richardson and Sloan (2006) โดยผลการศึกษาพบว่าจะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานในช่วงระยะเวลา 3 ปีหลังจากกิจกรรมจัดหา

เงินเกิดขึ้น ซึ่งถ้าแยกตามองค์ประกอบที่ทดสอบพบว่าองค์ประกอบที่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงาน ในอนาคตมากที่สุดคือกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุน จึงถือว่าเป็นการส่งสัญญาณเชิงลบต่อนักลงทุน

จากการทบทวนวรรณกรรมเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่กล่าวไปข้างต้นนั้น จะเห็นได้ว่าความสัมพันธ์ที่เกิดขึ้นนั้นจะช่วยพิจารณาให้เห็นว่ากิจกรรมจัดหาเงินจะเป็นการส่งสัญญาณถึงนักลงทุนว่า ตลาดหลักทรัพย์มีการกำหนดราคาหลักทรัพย์จากกิจการที่จัดหาเงินสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริงหรือไม่ และผลตอบแทนของหลักทรัพย์จะต่ำลงหลังในภายหลังหรือไม่ จึงได้กำหนดสมมติฐานเพื่อทดสอบความสัมพันธ์ดังนี้

H₃: กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

จากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องทั้งหมดข้างต้นนั้น บางงานวิจัยใช้กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน บางงานวิจัยใช้กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน และบางงานวิจัยใช้กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน ซึ่งยังมีงานวิจัยส่วนน้อยที่ใช้รายการกระแสเงินสดครบทั้งสามตัวแปร เพื่อศึกษาความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในงานวิจัยเดียวกัน ดังนั้นงานวิจัยนี้จึงทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน และกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์

บทที่ 3

วิธีการวิจัย

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน และกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยได้ทำการศึกษาแนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยในอดีตที่เกี่ยวข้อง รวมถึงเก็บรวบรวมข้อมูลเพื่อใช้ในการสร้างกรอบแนวคิดทางการวิจัยและทดสอบสมมติฐานที่ตั้งขึ้น จากการรวบรวมข้อมูลดังกล่าวได้มีการกำหนดกลุ่มตัวอย่างที่ทำการศึกษา วิธีการวิจัย ตัวแบบ และสถิติที่ใช้ในการวิจัยดังต่อไปนี้

3.1 กลุ่มตัวอย่าง

กลุ่มตัวอย่างที่นำมาทำการวิจัยจะศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ยกเว้นบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมทางการเงินประกอบด้วย สถาบันการเงิน บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ บริษัทประกันชีวิตและประกันภัย เนื่องจากมีโครงสร้างทางการเงินและบัญชีที่แตกต่างจากอุตสาหกรรมทั่วไป บริษัทที่ไม่ได้ส่งงบการเงินให้กับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย บริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูกิจการ และบริษัทที่ข้อมูลไม่ครบถ้วน ซึ่งจะทำการศึกษาโดยใช้ข้อมูลจากฐานข้อมูล DATASTREAM ย้อนหลัง 3 ปี ประกอบด้วย ปี พ.ศ. 2555 – 2557

การวิจัยในครั้งนี้ เมื่อได้ตัวอย่างที่เข้าเงื่อนไขข้างต้นแล้ว ผู้วิจัยได้ทำการทดสอบตัวอย่างที่มีข้อมูลที่ผิดปกติ (Outliers) หรือที่เรียกในทางสถิติว่า Casewise Diagnostics กล่าวคือเป็นการวิเคราะห์ข้อมูลของตัวแปรที่มีค่าต่ำที่สุดและมีค่าสูงที่สุด หรือการเปรียบเทียบค่าน้อยกว่าหรือมากกว่า 3 และ -3 เท่าของค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) เพราะฉะนั้นเมื่อได้ข้อมูลทั้งหมดแล้วจึงทำการวิเคราะห์ค่าของข้อมูลที่ผิดปกติ จากจำนวนข้อมูลทั้งหมด 1,123 ตัวอย่างทำการคำนวณค่าความผิดปกติโดยใช้โปรแกรมทางสถิติ SPSS ได้ค่าที่ผิดปกติจำนวน 33 ตัวอย่างคิดเป็นร้อยละ 3 จากจำนวนตัวอย่างทั้งหมด จึงคงเหลือจำนวนตัวอย่างที่นำมาวิเคราะห์ผลการวิจัยจำนวน 1,090 ตัวอย่าง

3.2 วิธีการวิจัย

3.2.1 วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูล

ผู้วิจัยได้เก็บรวบรวมข้อมูลแบบทุติยภูมิ (secondary data) ระหว่างปี 2555 – 2557 เป็นระยะเวลารวม 3 ปี จากฐานข้อมูล DATASTREAM

3.2.2 ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย

ตัวแปรอิสระ (Independent Variable)

- กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (Cash Flow from Operating Activities : CFO)
- กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน (Cash Flow from Investing Activities : CFI)
- กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน (Cash Flow from Financing Activities : CFI)

ตัวแปรตาม (Dependent Variable)

- ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ (Stock Returns : RET)

ตัวแปรควบคุม

- ขนาดของกิจการ (SIZE)

ตัวแปรอิสระคือ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน และกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ วันที่ 31 ธันวาคม ระหว่างปี พ.ศ. 2555 - 2557

ตัวแปรตามได้แก่ ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ วันที่ 31 ธันวาคม ระหว่างปี พ.ศ. 2555 - 2557 คำนวณโดยนำราคาปิดของหลักทรัพย์ ณ วันทำการวันสุดท้ายของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในไตรมาสที่ 1 ของบริษัท i ในปี $t+1$ ลบด้วย ราคาปิดของหลักทรัพย์ ณ วันทำการวันสุดท้ายของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในไตรมาสที่ 1 ของบริษัท i ในปี t และบวกด้วยเงินปันผลจ่ายต่อหุ้นบริษัท i ในปี t ทั้งหมดหารด้วยราคาปิดของหลักทรัพย์ ณ วันทำการวันสุดท้ายของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในไตรมาสที่ 1 ของบริษัท i ในปี t โดยที่ผู้วิจัยเลือกราคาปิด ณ วันทำการวันสุดท้ายของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในไตรมาสที่ 1 นั้นเนื่องจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนดให้บริษัทจดทะเบียนนำส่งรายงานทางการเงินเป็นประจำทุกปีและรายงานทางการเงินนั้นจะถูกเปิดเผยต่อสาธารณชนภายใน 90 วัน ซึ่งก็คือภายในไตรมาส 1 จึงทำให้ราคาหลักทรัพย์อาจจะมีการเปลี่ยนแปลงเมื่อนักลงทุนทราบถึงผลประกอบการประจำปีของบริษัท ซึ่งสามารถเขียนเป็นสมการได้ ดังนี้

$$RET_{i,t} = \frac{(P_{i,t+1} - P_{i,t} + D_{i,t})}{P_{i,t}}$$

โดยที่

$RET_{i,t}$	ผลตอบแทนของหลักทรัพย์บริษัท i ณ ปีที่ t
$P_{i,t+1}$	ราคาปิดของหลักทรัพย์ ณ วันทำการวันสุดท้ายของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในไตรมาสที่ 1 ของบริษัท i ในปี $t+1$
$P_{i,t}$	ราคาปิดของหลักทรัพย์ ณ วันทำการวันสุดท้ายของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในไตรมาสที่ 1 ของบริษัท i ในปี t
$D_{i,t}$	เงินปันผลจ่ายต่อหุ้นของหลักทรัพย์บริษัท i ในปี t

3.3 ตัวแบบ (Model)

จากการทบทวนวรรณกรรมและสมมติฐานที่กล่าวไปในบทที่ 2 นั้น ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนและกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีตัวแปรควบคุมคือ ขนาดของกิจการ จึงสามารถเขียนเป็นตัวแบบเพื่อใช้ในการวิจัยได้ดังนี้

$$RET_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 CFO_{i,t} + \beta_2 CFI_{i,t} + \beta_3 CFF_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$RET_{i,t}$	ผลตอบแทนของหลักทรัพย์
α	ค่าคงที่ (Intercept)
$\varepsilon_{i,t}$	ค่าความคาดเคลื่อน (Error)
$CFO_{i,t}$	กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน คำนวณโดยนำกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานของบริษัท i ในปี t หารด้วยสินทรัพย์รวมถัวเฉลี่ย
$CFI_{i,t}$	กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน คำนวณโดยนำกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุนของบริษัท i ในปี t หารด้วยสินทรัพย์รวมถัวเฉลี่ย
$CFF_{i,t}$	กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน คำนวณโดยนำกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินของบริษัท i ในปี t หารด้วยสินทรัพย์รวมถัวเฉลี่ย

$SIZE_{i,t}$ ขนาดของบริษัท คำนวณจากลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวมของบริษัท i ในปีที่ t [$\ln(\text{Total Assets})$]

3.4 สถิติที่ใช้ในการวิจัย

การวิจัยในครั้งนี้จะเก็บรวบรวมข้อมูลและประมวลผลด้วยโปรแกรมคอมพิวเตอร์ SPSS for Windows และใช้วิธีการทางสถิติในการวิเคราะห์ข้อมูล ดังนี้

3.4.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic)

สถิติเชิงพรรณนา เป็นการวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติในขั้นพื้นฐานของตัวแปรที่ผู้วิจัยเก็บรวบรวมเพื่อศึกษา โดยจะเป็นข้อมูลสรุปของ ค่าต่ำสุด (Minimum : Min) ค่าสูงสุด (Maximum : Max) ค่าเฉลี่ยเลขคณิต (Mean) ค่ามัธยฐาน (Median) และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) เพื่อให้เข้าใจในลักษณะของข้อมูลมากยิ่งขึ้น

3.4.2 การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistic)

สถิติเชิงอนุมานเป็นสถิติที่ศึกษาจากข้อมูลกลุ่มตัวอย่างแล้วนำผลการทดสอบอ้างอิงไปยังกลุ่มประชากรหรือค่าพารามิเตอร์ ซึ่งเป็นการทดสอบว่าข้อมูลที่รวบรวมมาสอดคล้องหรือขัดแย้งกับสมมติฐานทางสถิติที่ตั้งไว้หรือไม่ โดยงานวิจัยนี้ใช้สถิติอนุมาน 2 ประเภทได้แก่ การวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (Pearson Correlation Coefficient Analysis) และการวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

การวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (Pearson Correlation Coefficient Analysis) หรือบางครั้งเรียกว่า สหสัมพันธ์อย่างง่าย (Simple Correlation) เป็นการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร โดยการคำนวณหาค่าสหสัมพันธ์เพียร์สัน (r) เพื่ออธิบายระดับความสัมพันธ์และทิศทางความสัมพันธ์ของตัวแปรที่ทำการศึกษา

การวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เป็นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระมากกว่าหนึ่งตัวและตัวแปรตามหนึ่งตัวเพื่อใช้เปรียบเทียบความสามารถของตัวแปรอิสระในการอธิบายตัวแปรตามซึ่งก็คือผลตอบแทนของหลักทรัพย์

บทที่ 4

ผลการวิจัยและอภิปรายผล

จากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน และกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยการเก็บรวบรวมข้อมูลในระหว่างปี พ.ศ. 2555 – 2557 ซึ่งสามารถวิเคราะห์ข้อมูลทั้งในส่วนของสถิติเชิงพรรณนาและสถิติเชิงอนุมานได้ดังต่อไปนี้

4.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

ผลการวิเคราะห์ค่าสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) โดยมีจำนวนตัวอย่างทั้งหมด 1,090 ตัวอย่าง และสามารถอธิบายค่าต่ำสุด (Minimum : Min) ค่าสูงสุด (Maximum : Max) ค่ามัธยฐาน (Median) ค่าเฉลี่ยเลขคณิต (Mean) และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) เพื่อให้เข้าใจในลักษณะของข้อมูลมากยิ่งขึ้น สามารถอธิบายลักษณะของข้อมูลได้ดังนี้

ตารางที่ 4.1

ค่าสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ของกระแสเงินสดและผลตอบแทนของหลักทรัพย์

ตัวแปร	N	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่ามัธยฐาน	ค่าเฉลี่ย	ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน
CFO	1090	-0.86	0.65	0.08	0.07	0.13
CFI	1090	-0.95	1.07	0.06	0.08	0.12
CFF	1090	-0.62	1.37	-0.01	0.01	0.15
SIZE	1090	18.30	28.22	22.24	22.50	1.53
RET	1090	-0.92	3.02	0.38	0.45	0.62

1. กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี พ.ศ. 2555 – 2557 มีค่าโดยเฉลี่ยเท่ากับ 0.07 ซึ่งบริษัทที่มีกระแสเงินสด

จากกิจกรรมดำเนินงานสูงสุดเท่ากับ 0.65 และบริษัทที่มีกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่ำสุดเท่ากับ -0.86 ดังตารางที่ 4.1

2. กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน (CFI) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี พ.ศ. 2555 – 2557 มีค่าโดยเฉลี่ยเท่ากับ 0.08 ซึ่งบริษัทที่มีกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนสูงสุดเท่ากับ 1.07 และบริษัทที่มีกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนต่ำสุดเท่ากับ -0.95 ดังตารางที่ 4.1

3. กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน (CFF) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี พ.ศ. 2555 – 2557 มีค่าโดยเฉลี่ยเท่ากับ 0.01 ซึ่งบริษัทที่มีกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินสูงสุดเท่ากับ 1.37 และบริษัทที่มีกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินต่ำสุดเท่ากับ -0.62 ดังตารางที่ 4.1

4. ขนาดของกิจการ (SIZE) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี พ.ศ. 2555 – 2557 มีค่าโดยเฉลี่ยเท่ากับ 22.50 ซึ่งบริษัทที่มีขนาดของกิจการสูงสุดเท่ากับ 28.22 และบริษัทที่มีขนาดของกิจการต่ำสุดเท่ากับ 18.30 ดังตารางที่ 4.1

5. ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ (RET) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี พ.ศ. 2555 – 2557 มีค่าโดยเฉลี่ยเท่ากับ 0.45 ซึ่งบริษัทที่มีผลตอบแทนของหลักทรัพย์สูงสุดเท่ากับ 3.02 และบริษัทที่มีผลตอบแทนของหลักทรัพย์ต่ำสุดเท่ากับ -0.92 ดังตารางที่ 4.1

4.2 การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistic)

4.2.1 ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์เชิงซ้อน (Correlation Analysis)

การวิเคราะห์สหสัมพันธ์เชิงซ้อน (Correlation Analysis) โดยการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson Correlation Coefficient) เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ซึ่งสามารถอธิบายผลได้ดังนี้

ตารางที่ 4.2

ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson Correlation Coefficient)

ตัวแปร	Correlation	RET	CFO	CFI	CFF	SIZE
RET	Pearson Correlation	1				
CFO	Pearson Correlation	0.045	1			
CFI	Pearson Correlation	0.001	0.244***	1		
CFF	Pearson Correlation	0.006	-0.606***	0.476***	1	
SIZE	Pearson Correlation	-0.100***	0.008	0.073**	0.047	1

*** มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับน้อยกว่า 0.01

** มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับน้อยกว่า 0.05

กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO) กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน (CFI) และกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน (CFF) มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ (RET) อย่างไม่มีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สันเท่ากับ 0.045, 0.001 และ 0.006 ตามลำดับ ยกเว้นขนาดของกิจการ (SIZE) ที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01 โดยมีสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สันเท่ากับ -0.100 ดังตารางที่ 4.2

ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์กันเองระหว่างตัวแปรอิสระกล่าวคือ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน และขนาดของกิจการพบว่าตัวแปรอิสระทุกตัวแปรมีความสัมพันธ์ระหว่างกันอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01 และ 0.05 ยกเว้นขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์กับกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน และกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินอย่างไม่มีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 โดยที่กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์กับกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมากที่สุดโดยมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สันเท่ากับ -0.606 รองลงมาคือกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนมีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สันเท่ากับ 0.476 และ ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์กับกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนน้อยที่สุดที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สันเท่ากับ 0.073 ดังตารางที่ 4.2

4.2.2 การวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนและกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ตามสมมติฐานที่ตั้งไว้สามารถอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรได้ดังนี้

ตารางที่ 4.3

ผลการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณของความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดกับ
ผลตอบแทนของหลักทรัพย์

ตัวแบบ (Model) ที่ใช้ในการวิจัย :

$$RET_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 CFO_{i,t} + \beta_2 CFI_{i,t} + \beta_3 CFF_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

ตัวแปร	Coefficient	t	Sig
CFO	0.913**	3.207	0.001
CFI	-0.639**	-2.348	0.019
CFF	0.749**	2.844	0.005
SIZE	-0.041**	-3.358	0.001
Adjusted R-Square	0.016		
F Statistic	5.383		
N	1,090		

**มีระดับนัยสำคัญที่ 0.05

จากการพิจารณาค่า Adjusted R-Square สำหรับการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนและกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์พบว่าค่า Adjusted R-Square เท่ากับ 0.016 ซึ่งมีความหมายว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนและกระแสเงินสด

จากกิจกรรมจัดหาเงินสามารถอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ร้อยละ 1.60 อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 โดยมีค่า F เท่ากับ 5.383 ดังตารางที่ 4.3

ตัวแปรที่ 1 กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO) จากการวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณของความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์พบว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 โดยมีค่า Coefficient เท่ากับ 0.913 ค่า t เท่ากับ 3.207 และค่า sig. เท่ากับ 0.001 ดังตารางที่ 4.3 แสดงให้เห็นว่า เมื่อกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีค่าเพิ่มขึ้น 1 หน่วย ส่งผลให้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์มีค่าเพิ่มขึ้น 0.913 หน่วย

จากผลการวิเคราะห์ข้างต้น กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์มากที่สุด คือ ซึ่งสามารถวิเคราะห์ได้ว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานนั้นเป็นกระแสเงินสดที่เกิดจากการประกอบธุรกิจที่ก่อให้เกิดรายได้หลักของกิจการ เพราะฉะนั้นในมุมมองของนักลงทุนที่จะเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ อาจจะพิจารณาถึงกระแสเงินสดเข้าที่เกิดจากการประกอบธุรกิจหลักของกิจการมาเป็นอันดับแรก และเมื่อกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ แสดงให้เห็นว่าเมื่อกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีจำนวนเพิ่มสูงขึ้น ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ก็จะเพิ่มขึ้นตามไปด้วย

ตัวแปรที่ 2 กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน (CFI) จากการวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณของความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์พบว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 โดยมีค่า Coefficient เท่ากับ -0.639 ค่า t เท่ากับ -2.348 และค่า sig. เท่ากับ 0.019 ดังตารางที่ 4.3 แสดงให้เห็นว่า เมื่อกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนมีค่าเพิ่มขึ้น 1 หน่วย ส่งผลให้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์มีค่าลดลง 0.639 หน่วย

จากผลการวิเคราะห์ข้างต้น กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในทิศทางตรงกันข้ามและมีความสัมพันธ์เป็นลำดับสุดท้าย กล่าวคือ เมื่อกิจการมีกระแสเงินสดออกเพื่อใช้ในการลงทุนเช่น การซื้อที่ดิน การซื้อเครื่องจักร เป็นต้น นักลงทุนอาจจะมองว่าเป็นการลงทุนในการประกอบธุรกิจของกิจการที่จะก่อให้เกิดกระแสเงินสดเข้าในอนาคต และนำไปสู่ผลการดำเนินงานที่ดีของกิจการ จึงส่งผลให้นักลงทุนเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ของกิจการและทำให้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น เป็นไปในทิศทางตรงกันข้ามกับกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน

ตัวแปรที่ 3 กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน (CFF) จากการวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณของความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์พบว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 โดยมีค่า Coefficient เท่ากับ 0.749 ค่า t เท่ากับ 2.844 และค่า sig. เท่ากับ 0.005 ดังตารางที่ 4.3 แสดงให้เห็นว่า เมื่อกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินมีค่าเพิ่มขึ้น 1 หน่วย ส่งผลให้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์มีค่าเพิ่มขึ้น 0.749 หน่วย

จากผลการวิเคราะห์ข้างต้น กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในลำดับรองลงมาจากกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ซึ่งแสดงให้เห็นว่า เมื่อกิจการมีกิจกรรมในการจัดหาเงินเกิดขึ้น เช่น การออกหุ้นเพิ่มทุน การออกหุ้นกู้ และการกู้ยืมเงิน ซึ่งเป็นกระแสเงินสดเข้าทำให้นักลงทุนมองว่า เมื่อกิจการมีการระดมทุน หรือการจัดหาเงินเพื่อที่จะนำไปลงทุนเพิ่มจะก่อให้เกิดกระแสเงินสดเข้าในอนาคตและมีสามารถในการทำกำไรเพิ่มขึ้น อีกทั้งถ้าการจัดหาเงินนั้นมาจากการกู้ยืมเงินยังแสดงให้เห็นว่ากิจการมีเครดิตที่ดี โดยที่ผู้ให้กู้มีความเชื่อมั่นในการประกอบธุรกิจของกิจการ ส่งผลทำให้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์สูงขึ้นเป็นไปในทิศทางเดียวกับกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินเพิ่มขึ้นด้วย

ตัวแปรที่ 4 ขนาดของกิจการ (SIZE) ซึ่งผู้วิจัยเลือกเป็นตัวแปรควบคุม จากการวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณของความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์พบว่าขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 โดยมีค่า Coefficient เท่ากับ -0.041 ค่า t เท่ากับ -3.358 และค่า sig. เท่ากับ 0.001 ดังตารางที่ 4.3

ดังนั้น จากผลการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณของความสัมพัทธ์ระหว่างกระแสเงินสดกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์สามารถสรุปได้ว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน และกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 โดยกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานและกิจการจัดหาเงินมีความสัมพันธ์ไปในเชิงบวก กล่าวคือ เมื่อกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานและกิจการจัดหาเงินเมื่อมีค่าเพิ่มขึ้นจะมีส่วนทำให้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นตามไปด้วย ในทางตรงกันข้าม กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางลบกล่าวคือ เมื่อกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนเมื่อมีค่าลดลงจะมีส่วนทำให้ผลตอบแทนหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นในทิศทางตรงกันข้ามกัน

บทที่ 5

สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

5.1 สรุปผลการวิจัย

งานวิจัยนี้ได้ศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในระหว่างปี พ.ศ. 2555 – 2557 โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระคือกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน และกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับตัวแปรตามคือผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยใช้การวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรดังกล่าว ซึ่งผลการวิจัยจะมีประโยชน์ต่อผู้ใช้งบการเงินที่จะสามารถนำผลการวิจัยไปใช้เป็นแนวทางในการตัดสินใจลงทุนและประเมินผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ต้องการลงทุนได้

จากผลการวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) พบว่า ค่า Adjusted R-Square จากสมการถดถอยเชิงพหุคูณมีค่าเท่ากับ 0.016 จึงสามารถอธิบายได้ว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนและกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินสามารถอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ร้อยละ 1.60 อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05

จากผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ พบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน และกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ตามลำดับ ซึ่งกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานและกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ไปในทิศทางบวก ในขณะที่กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์เป็นไปในทิศทางลบอย่างมีนัยสำคัญ

5.2 ข้อจำกัดงานวิจัย

1. งานวิจัยฉบับนี้เก็บรวบรวมข้อมูลกระแสเงินสดและผลตอบแทนของหลักทรัพย์จากฐานข้อมูล DATASTREAM อาจจะมีข้อมูลแตกต่างกับการเก็บข้อมูลจากแหล่งอื่นเช่น SETSMART แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) เป็นต้น
2. งานวิจัยฉบับนี้เป็นการวิเคราะห์เพียงบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเท่านั้น ดังนั้นการวิเคราะห์การวิจัยผลที่เกิดขึ้นจึงไม่สามารถอธิบายได้ครอบคลุมถึงบริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

5.3 ข้อเสนอแนะงานวิจัยในอนาคต

1. ศึกษาความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในส่วนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ซึ่งเป็นแหล่งระดมทุนของธุรกิจที่มีศักยภาพขนาดกลางถึงขนาดเล็ก และมีแนวโน้มการเจริญเติบโตที่ดีในอนาคต
2. ผู้วิจัยอาจจะศึกษาแยกเป็นรายอุตสาหกรรม เนื่องจากแต่ละอุตสาหกรรมมีลักษณะที่แตกต่างกันออกไป รวมถึงยังจะทำให้สามารถอธิบายผลครอบคลุมในส่วนอุตสาหกรรมที่งานวิจัยฉบับนี้ไม่ได้นำมาวิเคราะห์

รายการอ้างอิง

- Ali M. Al-Attar, & al-Khadash, H. M. (2005). The Effect of Contextual Factors on the Information Content of Cash Flows in Explaining Stock Price - The Case of Amman Stock Exchange. *Dirasat*, 32.
- Black, E. L. (1998). Life-Cycle Impacts on the Incremental Value-Relevance of Earnings and Cash Flow Measures. *Journal of Financial Statement Analysis*, 4(1), 40.
- Gil S. Bae, Jinho Jeong, & Tang, H. L. S. a. A. P. (2002). STOCK RETURNS AND OPERATING PERFORMANCE OF SECURITIES ISSUERS. *The Journal of Financial Research*, XXV, 337-352.
- Greenberg, R., G. Johnson, & Ramesh, K. (1986). Earnings versus Cash Flow as a Predictor of Future Cash Flow Measures. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 266-277.
- Joshua LIVNAT, & ZAROWIN, P. (1990). THE INCREMENTAL INFORMATION CONTENT OF CASH-FLOW COMPONENTS. *Journal of Accounting and Economics* 13, 25-46.
- Mark T. Bradshaw, Scott A. Richardson, & Sloan, R. G. (2006). The relation between corporate financing activities, analysts' forecasts and stock returns. *Journal of Accounting and Economics*, 42(1-2), 53-85.
- Ninna Daniati, & Suhairi. (2006). PENGARUH KANDUNGAN INFORMASI KOMPONEN LAPORAN ARUS KAS, LABA KOTOR, DAN SIZE PERUSAHAAN TERHADAP EXPECTED RETURN SAHAM. *SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANI*.
- Patricia M. Dechow, S.P. Kothari, & Watts, R. L. (1998). The Relation between earnings and cash flows. *Journal of Accounting and Economics*, 25, 133-168.
- Randall A. Heron, & Lie, E. (2004). A Comparison of the Motivations for and the Information Content of Different Types of Equity Offerings. *The Journal of Business*, 77, 605-632.
- Robyn McLaughlin, Assem Safieddine, & Vasudevan, G. K. (1996). The Operating Performance of Seasoned Equity Issuers : Free Cash Flow and Post-Issue Performance. *Financial Management*, 25(4), 41-53.

Tim Loughran, & Ritter, J. R. (1997). The Operating Performance of Firms Conducting Seasoned Equity Offerings. *The Journal of Finance*, 52(5), 1823-1850.

คณะกรรมการกำหนดมาตรฐานการบัญชี. มาตรฐานการบัญชีฉบับที่ 7 (ปรับปรุง 2557)เรื่องงบกระแสเงินสด. กรุงเทพฯ: สภาวิชาชีพบัญชีในพระบรมราชูปถัมภ์.

จิรัตน์ สังข์แก้ว. รั่วไหลของกำไร. กรุงเทพฯ: โรงพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2548

ธนัชฐา มหบุณยพาศัย. (2553). ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคต. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี.

พรชนก รัตนไพจิตร. การบัญชีบริษัทและงบกระแสเงินสด. กรุงเทพฯ: โรงพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2548

วรศักดิ์ ทุมมานนท์. คุณรู้จัก Creative Accounting และคุณภาพกำไรแล้วหรือยัง. กรุงเทพฯ: ธรรมนิติ, 2543

สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน. การลงทุนในตราสารทุน. กรุงเทพฯ: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2548

สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน. ทฤษฎีตลาดทุน. กรุงเทพฯ: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2548

สุรารัตน์ นรขุน. (2553). ความสัมพันธ์ระหว่างกำไรสุทธิ (NI) กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO) กำไรส่วนที่เหลือ (RI) และมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) กับผลตอบแทนของหุ้นในกลุ่ม SET100. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี.

สมเดช โรจน์ศรีเสถียร. งบกระแสเงินสด. กรุงเทพฯ: สำนักพัฒนาการบริหารธรรมนิติ, 2543

ประวัติผู้เขียน

ชื่อ	นายธนพรธม ปัญญาเฟื่อง
วันเดือนปีเกิด	7 กรกฎาคม 2529
วุฒิการศึกษา	บริหารธุรกิจบัณฑิต
ตำแหน่ง	นักวิชาการตรวจเงินแผ่นดินปฏิบัติการ สำนักงานการตรวจเงินแผ่นดิน
ประสบการณ์ทำงาน	2552 – ปัจจุบัน: นักวิชาการตรวจเงินแผ่นดินปฏิบัติการ สำนักงานการตรวจเงินแผ่นดิน 2551: ผู้ช่วยผู้สอบบัญชี บริษัท กรินทร์ ออดิท จำกัด

