



ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์  
แห่งประเทศไทย



เบญจมาศ วินา

งานนิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต

คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยบูรพา

2567

ลิขสิทธิ์เป็นของมหาวิทยาลัยบูรพา

ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์  
แห่งประเทศไทย



เบญจมาศ วัฒนา

งานนิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต

คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยบูรพา

2567

ลิขสิทธิ์เป็นของมหาวิทยาลัยบูรพา

THE RELATIONSHIP BETWEEN CASH FLOW STATEMENTS AND FIRM VALUE OF  
LISTED COMPANY IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND



BENJAMAS WINA

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

BURAPHA BUSINESS SCHOOL

BURAPHA UNIVERSITY

2024

COPYRIGHT OF BURAPHA UNIVERSITY

คณะกรรมการควบคุมงานนิพนธ์และคณะกรรมการสอบงานนิพนธ์ได้พิจารณางาน  
นิพนธ์ของ เเบญจมาศ วัฒนา ฉบับนี้แล้ว เห็นสมควรรับเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
บัญชีมหาบัณฑิต ของมหาวิทยาลัยบูรพาได้

คณะกรรมการควบคุมงานนิพนธ์

คณะกรรมการสอบงานนิพนธ์

อาจารย์ที่ปรึกษาหลัก

.....

(ดร.เนตรดาว ชัยเขต)

ประธาน

.....  
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.การุณ สุขสองห้อง)

กรรมการ

.....  
(ดร.เนตรดาว ชัยเขต)

กรรมการ

.....  
(ดร.วิษญาดา ถนอมชาติ)

.....  
คณบดีคณะบริหารธุรกิจ

(รองศาสตราจารย์ ดร. พรรณี พิมาพันธุ์ศรี)

วันที่.....เดือน.....พ.ศ.....

บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยบูรพา อนุมัติให้รับงานนิพนธ์ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของ  
การศึกษาตามหลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต ของมหาวิทยาลัยบูรพา

.....  
คณบดีบัณฑิตวิทยาลัย

(รองศาสตราจารย์ ดร.วิทวัส แจ่มเยี่ยม)

วันที่.....เดือน.....พ.ศ.....

62920008: สาขาวิชา: -; บช.ม. (-)

คำสำคัญ: งบกระแสเงินสด, มูลค่ากิจการ

เบญจมาศ วินา : ความสัมพันธ์ระหว่างงบกระแสเงินสดและมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (THE RELATIONSHIP BETWEEN CASH FLOW STATEMENTS AND FIRM VALUE OF LISTED COMPANY IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND) คณะกรรมการควบคุมงานนิพนธ์: เนตรดาว ชัยเขต ปี พ.ศ. 2567.

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างงบกระแสเงินสดกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ย้อนหลัง 7 ปี ในช่วงปี พ.ศ. 2559 - พ.ศ. 2565 จำนวนข้อมูล 2,597 บริษัท งานวิจัยฉบับนี้วัดมูลค่ากิจการจากสูตรในการคำนวณ Tobin's Q ตามแนวทางของ Chung and Pruitt (1994) โดยมีตัวแปรควบคุม คือ อัตราส่วนทุนหมุนเวียน อัตราส่วนหนี้สิน อัตราส่วนหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ขนาดของกิจการ อายุของกิจการ และกลุ่มอุตสาหกรรม โดยใช้การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา และใช้การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน ในการทดสอบความสัมพันธ์

ผลการวิจัยพบว่า กระแสเงินสดเข้าจากกิจกรรมจัดหาเงินต่อผลรวมของหนี้สินระยะยาวและส่วนของผู้ถือหุ้น มีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่ากิจการ กล่าวคือ บริษัทที่มีกระแสเงินสดเข้าจากกิจกรรมจัดหาเงินต่อผลรวมของหนี้สินระยะยาวและส่วนของผู้ถือหุ้นสูงจะส่งผลให้มูลค่ากิจการต่ำ และยังพบว่าตัวแปรควบคุม คือ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ อุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร อุตสาหกรรมบริการ และอุตสาหกรรมเทคโนโลยีมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการ ในขณะที่ขนาดกิจการ และอายุกิจการ มีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่ากิจการ

62920008: MAJOR: -; M.Acc. (-)

KEYWORDS: Cash flow statements, Firm value

BENJAMAS WINA : THE RELATIONSHIP BETWEEN CASH FLOW STATEMENTS AND FIRM VALUE OF LISTED COMPANY IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND. ADVISORY COMMITTEE: NETDAO CHAIYAKET, Ph.D. 2024.

The objective of this research is to investigate the relationship between cash flow statements and the firm value of companies listed on the Stock Exchange of Thailand over a seven-year period from 2016 to 2022, utilizing a dataset of 2,597 observations. Firm value is measured using Tobin's Q, following the methodology established by Chung and Pruitt (1994). The study controls for variables such as the current ratio, debt ratio, total asset turnover, return on assets, firm size, firm age, and industry group. Both descriptive and inferential statistics are employed to analyze these relationships.

The research findings reveal that cash inflows from financing activities relative to the sum of long-term debt and equity are negatively associated with firm value. In other words, companies with high cash inflows from financing activities relative to the sum of long-term debt and equity tend to have lower firm value. Additionally, it was found that the controlled variables, namely return on assets, the agro and food industry, the services industry, and the technology industry, have positive relationships with firm value. In contrast, firm size and firm age have negative relationships with firm value.

## กิตติกรรมประกาศ

งานนิพนธ์นี้สำเร็จลุล่วงได้ด้วยความสามารถอย่างยิ่งจาก ดร.เนตรดาว ชัยเขต ที่กรุณาสละเวลาและให้ความช่วยเหลือในการให้คำปรึกษาชี้แนะแนวทาง ตลอดจนแก้ไขข้อบกพร่องต่างๆ ด้วยความละเอียด เมตตาและเอาใจใส่ด้วยดีเสมอมา ทำให้งานนิพนธ์ฉบับนี้เสร็จสมบูรณ์ ผู้วิจัยจึงขอกราบขอบพระคุณเป็นอย่างสูง และขอกราบขอบพระคุณ ผศ.ดร.การณ สุขสงห้อง และ ดร.วิษญาดา ถนอมชาติ ประธานกรรมการและกรรมการสอบงานนิพนธ์ฉบับนี้ ที่ได้ให้คำแนะนำเพิ่มเติมจนทำให้งานนิพนธ์นี้สำเร็จด้วยดี

ผู้วิจัยขอกราบขอบพระคุณบิดา มารดา และพี่สาว ที่คอยให้ความรัก ความห่วงใย กำลังใจ และสนับสนุนการศึกษาเป็นอย่างดีตลอดมา รวมถึงพี่ๆ เพื่อนๆ ทุกคนที่คอยเป็นกำลังใจและให้ความช่วยเหลือในการทำงานนิพนธ์นี้

คุณค่าและประโยชน์อันพึงมีจากงานนิพนธ์นี้ ผู้วิจัยขอมอบเป็นสิ่งบูชาแด่ผู้มีพระคุณทุกท่าน และอาจารย์ทุกท่านที่ได้ประสิทธิ์ประสาทความรู้แก่ผู้วิจัย ส่วนข้อผิดพลาดบกพร่องในงานนิพนธ์ฉบับนี้ ผู้วิจัยขอน้อมรับไว้แต่เพียงผู้เดียว

เบญจมาศ วินา

## สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย .....	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ .....	จ
กิตติกรรมประกาศ .....	ฉ
สารบัญ .....	ช
บทที่ 1 .....	1
บทนำ.....	1
ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา .....	1
วัตถุประสงค์ของการวิจัย.....	2
สมมติฐานการวิจัย .....	2
กรอบแนวคิดในการวิจัย .....	4
ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	6
ขอบเขตของการวิจัย .....	6
บทที่ 2 .....	7
แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง .....	7
แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง.....	7
งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง .....	13
บทที่ 3 .....	19
วิธีดำเนินการวิจัย.....	19
ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง .....	19
การเก็บรวบรวมข้อมูล .....	20
แบบจำลองที่ใช้ในการวิจัย .....	20

ตัวแปรและการวัดค่าตัวแปร .....	22
สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล .....	26
บทที่ 4 .....	29
ผลการวิจัยและอภิปรายผล .....	29
กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา.....	29
การวิเคราะห์ทางสถิติเชิงพรรณนา .....	30
การวิเคราะห์ทางสถิติเชิงอนุมาน.....	32
สรุปผลการทดสอบสมมติฐานงานวิจัย แสดงดังตารางที่ 6 .....	37
บทที่ 5 .....	38
สรุปผล อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ .....	38
สรุปผลการวิจัย .....	38
อภิปรายผลการวิจัย.....	40
ข้อเสนอแนะ.....	44
บรรณานุกรม.....	46
ประวัติย่อของผู้วิจัย .....	54

# บทที่ 1

## บทนำ

### ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

กระแสเงินสดของกิจการ ถือเป็นข้อมูลที่เป็นประโยชน์สำหรับการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจของผู้ใช้การเงิน กิจการจะต้องจัดทำกระแสเงินสดให้เป็นไปตามข้อกำหนดและนำเสนองบกระแสเงินสดไว้เป็นส่วนหนึ่งในงบการเงินของกิจการที่จะนำเสนอในแต่ละรอบระยะเวลารายงาน โดยกระแสเงินสดสามารถจำแนกเป็น 3 กิจกรรม ได้แก่ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (Cash Flows from Operating Activities) กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน (Cash Flows from Investing Activities) และกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน (Cash Flows from Financing Activities) ซึ่งกระแสเงินสดทั้ง 3 กิจกรรม มีความเกี่ยวข้องกันในแง่ของการรับเงินสดเข้าและจ่ายเงินสดออกไปในการดำเนินธุรกิจซึ่งเป็นสิ่งสำคัญ ในทุกธุรกิจจะมีการหมุนเวียนของเงินสดผ่านกิจกรรมต่าง ๆ ตั้งแต่การเริ่มระดมทุนหรือกู้เงินมาเป็นทุนสำหรับเริ่มต้นดำเนินธุรกิจ นำเงินไปลงทุนซื้อเครื่องจักร วัสดุวัตถุดิบและจ่ายค่าใช้จ่ายอื่น ๆ ไปจนถึงการได้รับเงินค่าขายสินค้าเมื่อเก็บเงินจากลูกค้า รวมถึงกรณีที่หากธุรกิจคงเหลือเงินสดส่วนที่เป็นกำไรหลังจากการลงทุนแล้วนำไปลงทุนในส่วนอื่นเพิ่มเติม เช่น ลงทุนในพันธบัตรหรือหุ้น เป็นต้น

งบกระแสเงินสดสามารถให้ข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการประเมินกระแสเงินสดในอนาคตและความไม่แน่นอนของกระแสเงินสด รวมถึงสามารถให้ข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับมูลค่าตลาดของบริษัทได้ (Akbar, Shah, and Stark, 2011) การคาดการณ์กระแสเงินสดในอนาคตเป็นสิ่งจำเป็นสำหรับการวิเคราะห์เพื่อประเมินมูลค่าและการลงทุนของบริษัท จึงต้องศึกษาข้อมูลสำคัญที่อยู่ในงบกระแสเงินสด ได้แก่ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน และกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน รวมถึงผลกระทบของกระแสเงินสดจากกิจกรรมเหล่านี้ที่มีต่อมูลค่ากิจการ (Krishnan and Largay, 2000) แม้งบกระแสเงินสดจะมีความสำคัญมานานแล้ว แต่ก็ยังมีการถกเถียงกันถึงประโยชน์ของข้อมูลที่แสดงอยู่ในงบเหล่านี้ (Barton, Hansen, and Pownall, 2010; Kumar and Krishnan, 2008; Laswad and Baskerville, 2007; Subramanyam and Venkatachalam, 2007) คุณสมบัติของตัวเลขทางการบัญชีอาจแตกต่างกันไปในแต่ละธุรกิจ และข้อมูลที่ได้จากงบกระแสเงินสดจะส่งผลต่อมูลค่ากิจการหรือไม่ ซึ่งมูลค่ากิจการถือเป็นสิ่งสำคัญอย่างยิ่งสำหรับธุรกิจเพราะเป็นสิ่งที่สะท้อนให้เห็นถึงความเจริญเติบโต ในทุก ๆ ธุรกิจต่างพยายามสร้างมูลค่าของกิจการให้สูงขึ้น เพื่อเพิ่มความสามารถในการแข่งขันและเพิ่มคุณค่าให้กับผู้ถือหุ้นในระยะยาว ตลอดจนคำนึงถึงผู้มีส่วนได้ส่วนเสียเป็นสำคัญ จากผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่า

กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนมีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่ากิจการ ในขณะที่กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการ เนื่องจากบริษัทอาจระดมทุนสำหรับโครงการและจัดทำงบประมาณเพื่อวัตถุประสงค์ด้านการพัฒนาที่ยั่งยืน ทำให้เกิดเป็นกระแสเงินสดเข้าจากกิจกรรมจัดหาเงินและกระแสเงินสดออกจากกิจกรรมลงทุน ซึ่งบ่งชี้ว่า บริษัทต้องการหาวิธีเพิ่มมูลค่าตลาดของบริษัทให้สูงสุดในการตัดสินใจเรื่องค่าใช้จ่ายทางด้านการลงทุนของบริษัท (McConnell and Muscarella, 1985) มูลค่ากิจการอาจไม่เพิ่มขึ้นหากกระแสเงินสดเข้าจากกิจกรรมดำเนินงานในการขายเพิ่มขึ้นจากอัตรากำไรที่ลดลง หรือการซื้อที่น้อยลงอันเนื่องมาจากการลดลงของส่วนแบ่งทางการตลาด หมายความว่าบริษัทที่มีกระแสเงินสดเป็นบวกจากกิจกรรมดำเนินงานอาจไม่ได้ช่วยเพิ่มมูลค่ากิจการ โดยทั่วไปนักลงทุนมักไม่ใช้ข้อมูลที่มีอยู่ในรูปแบบของกระแสเงินสดอย่างเต็มที่ จึงทำให้บริษัทที่เติบโตเต็มที่แล้วมีมูลค่าต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง ซึ่งตัวเลขที่แสดงกระแสเงินสดนั้นเป็นเครื่องมือที่มีประโยชน์ สามารถนำไปประยุกต์ใช้ได้ในการวิเคราะห์คาดการณ์และการประเมินมูลค่าสำหรับการศึกษาวิจัยในอนาคตได้ (Dickinson, 2011)

ในการศึกษาครั้งนี้ จึงเป็นที่มาของแนวคิดที่จะศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและมูลค่ากิจการ โดยงบกระแสเงินสดนั้นมาจากกิจกรรมทั้ง 3 กิจกรรม ได้แก่ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน และกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน กับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ว่ามีความสัมพันธ์กันในลักษณะใดและมีปัจจัยอะไรบ้างที่ส่งผลกระทบต่อความสัมพันธ์ในการวิจัยนี้ เพื่อช่วยให้ผู้ลงทุนหรือผู้บริหารมองเห็นภาพรวมประกอบในการตัดสินใจลงทุนหรือบริหารจัดการด้านการเงินของธุรกิจต่อไป

### วัตถุประสงค์ของการวิจัย

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างงบกระแสเงินสดกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

### สมมติฐานการวิจัย

ความจริงแล้วไม่ใช่กระแสเงินสดออกจากกิจกรรมดำเนินงาน แต่เป็นกระแสเงินสดเข้าที่สามารถเพิ่มประสิทธิภาพของราคาหุ้น (Livnat and Zarowin, 1990) และแม้แต่มูลค่ากิจการได้ เนื่องจากรายได้สุทธิที่สูงขึ้นจะช่วยเพิ่มกระแสเงินสด โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกิจกรรมดำเนินงาน เช่นเดียวกันกระแสเงินสดเข้าจากกิจกรรมดำเนินงานต่อยอดขาย (กิจกรรมดำเนินงาน/ยอดขาย หรือ (Operating/Sales)) จะช่วยเพิ่มมูลค่ากิจการ เนื่องจากกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน/

ยอดขายที่เพิ่มขึ้น เป็นผลมาจากรายได้สุทธิที่เพิ่มขึ้น ดังนั้น สรุปได้ว่า กระแสเงินสดเข้าจากกิจกรรมดำเนินงานจะช่วยเพิ่มมูลค่ากิจการ

นอกจากนี้ สำหรับบริษัทที่มีโอกาสในการลงทุนสามารถกล่าวได้ว่า ไม่ใช่กระแสเงินสดเข้าจากกิจกรรมลงทุนที่สะท้อนอยู่ในงบกระแสเงินสดแต่เป็นกระแสเงินสดออกและอัตราส่วนที่สูงขึ้นของกระแสเงินสดออกจากกิจกรรมลงทุนต่อสินทรัพย์รวมซึ่งไม่รวมสินทรัพย์หมุนเวียน (กิจกรรมลงทุน/(TA-CA) หรือ (Investing/(TA-CA)) เป็นสัญญาณที่ดีเนื่องจากการเพิ่มขึ้นของอัตราส่วนดังกล่าวข้างต้น แสดงให้เห็นว่ากระแสเงินสดออกจากกิจกรรมลงทุนจะช่วยเพิ่มมูลค่ากิจการเช่นกัน

สำหรับกระแสเงินสดเข้าจากกิจกรรมจัดหาเงิน อาจเป็นสัญญาณที่ดีเนื่องจากเป็นสิ่งที่จำเป็นสำหรับการจัดหาเงินทุนให้โครงการเพื่อตัดสินใจในการลงทุน อย่างไรก็ตาม กระแสเงินสดเข้าจากกิจกรรมจัดหาเงินต่อผลรวมของหนี้สินระยะยาวและส่วนของผู้ถือหุ้น (กิจกรรมจัดหาเงิน/(LD+TE)) หรือ (Financing/(LD+TE)) อาจไม่ใช่สัญญาณที่ดีหากกระแสเงินสดเข้าเกิดจากปัญหาทางการเงิน เนื่องจากการกำกับดูแลกิจการที่ไม่มีประสิทธิภาพ หรืออัตราส่วนหนี้สินที่สูงขึ้นจากประสิทธิภาพทางการเงินที่ย่ำแย่ จึงสรุปได้ว่า กระแสเงินสดเข้าจากกิจกรรมจัดหาเงินต่อผลรวมของหนี้สินระยะยาวและส่วนของผู้ถือหุ้น (กิจกรรมจัดหาเงิน/(LD+TE)) หรือ (Financing/(LD+TE)) จะช่วยเพิ่มมูลค่ากิจการเช่นกัน จึงตั้งสมมติฐานข้อที่ 1 ดังนี้

สมมติฐานที่ 1 กระแสเงินสดเข้าจากกิจกรรมดำเนินงานต่อยอดขาย (กิจกรรมดำเนินงาน/ยอดขาย (Operating/Sales)) กระแสเงินสดออกจากกิจกรรมลงทุนต่อสินทรัพย์รวมซึ่งไม่รวมสินทรัพย์หมุนเวียน (กิจกรรมลงทุน/(TA-CA) หรือ (Investing/(TA-CA)) กระแสเงินสดเข้าจากกิจกรรมจัดหาเงินต่อผลรวมของหนี้สินระยะยาวและส่วนของผู้ถือหุ้น (กิจกรรมจัดหาเงิน/(LD+TE)) หรือ (Financing/(LD+TE)) มีความสัมพันธ์ทางบวกกับมูลค่ากิจการ

โดยการศึกษากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน และกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน ได้สำรวจว่าตัวแปรกระแสเงินสดเหล่านี้ ซึ่งได้แก่ กิจกรรมดำเนินงาน/ยอดขาย หรือ Operating/Sales , กิจกรรมลงทุน/(TA-CA) หรือ (Investing/(TA-CA)) และกิจกรรมจัดหาเงิน/(LD+TE) หรือ (Financing/(LD+TE)) จะส่งผลต่อมูลค่ากิจการหรือไม่ อย่างไรก็ตาม ไม่ว่าจะกระแสเงินสดจากกิจกรรมเหล่านี้จะมีผลต่อมูลค่ากิจการหรือไม่ เป็นประเด็นที่งานวิจัยที่เกี่ยวข้องไม่ได้ทำการศึกษามากนัก นอกจากนี้ แม้อองค์ประกอบของงบกระแสเงินสดจะมีความสัมพันธ์เชื่อมโยงกันแต่ละองค์ประกอบของงบแสดงฐานะการเงิน เช่น เงินสด ลูกหนี้การค้า และสินค้าคงเหลือ กลับเป็นสิ่งที่ถูกศึกษาในงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง (Acharya, Davydenko, and

Strebulaev, 2012; Banker, Byzalov, Ciftci, and Mashruwala, 2014; Belo and Lin, 2012; Lemmon, Liu, Mao, and Nini, 2014)

นอกจากนี้ แทนที่จะใช้กิจกรรมดำเนินงาน/ยอดขาย หรือ (Operating/Sales), กิจกรรมลงทุน / (TA-CA) หรือ (Investing/(TA-CA)) และ กิจกรรมจัดหาเงิน / (LD+TE) หรือ (Financing/(LD+TE)) เป็นตัวแปรในด้านของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน และกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน ในการศึกษาครั้งนี้ยังใช้ค่ากิจกรรมดำเนินงานสมมติ (Operating dummy) ค่ากิจกรรมลงทุนสมมติ (Investing dummy) และค่ากิจกรรมจัดหาเงินสมมติ (Financing dummy) เพื่อเพิ่มน้ำหนักด้วย เนื่องจากค่ากิจกรรมดำเนินงานสมมติที่เป็นบวก ค่ากิจกรรมลงทุนสมมติที่เป็นลบ และค่ากิจกรรมจัดหาเงินสมมติที่เป็นบวกอาจเพิ่มมูลค่ากิจการได้ จึงตั้งสมมติฐานข้อที่ 2 ดังนี้

สมมติฐานที่ 2 ค่ากิจกรรมดำเนินงานสมมติที่เป็นบวก ค่ากิจกรรมลงทุนสมมติที่เป็นลบ และค่ากิจกรรมจัดหาเงินสมมติที่เป็นบวก มีความสัมพันธ์ทางบวกกับมูลค่ากิจการ

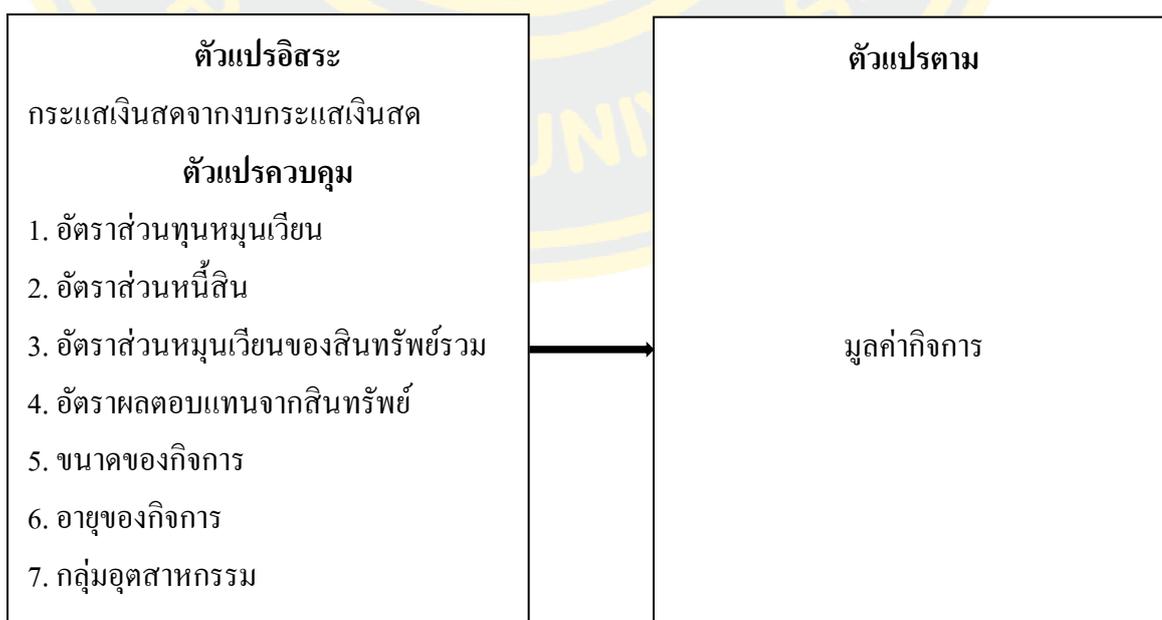
โดยค่ากิจกรรมดำเนินงานสมมติ (Operating dummy) จะถูกตั้งไว้ที่ 1 หากกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานเป็นบวก ถ้าไม่เป็นเช่นนั้นจะมีค่าเป็น 0 ค่ากิจกรรมลงทุนสมมติ (Investing dummy) จะถูกตั้งไว้ที่ 1 หากกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนเป็นลบ ถ้าไม่เป็นเช่นนั้นจะมีค่าเป็น 0 และค่ากิจกรรมจัดหาเงินสมมติ (Financing dummy) จะถูกตั้งไว้ที่ 1 หากกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินเป็นบวก ถ้าไม่เป็นเช่นนั้นจะมีค่าเป็น 0

### กรอบแนวคิดในการวิจัย

จากการศึกษาค้นคว้างานวิจัยในอดีต รวมถึงศึกษาแนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับความสัมพันธ์ระหว่างงบกระแสเงินสดและมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่างานวิจัยที่ศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน และกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินที่มีต่อมูลค่ากิจการมีน้อย โดยพบการศึกษาดังกล่าวในงานวิจัยของ Ni, Huang, Chiang and Liao (2019) ประเทศไต้หวัน ที่ได้ทำการศึกษางบกระแสเงินสดและมูลค่ากิจการ พบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนหารด้วยสินทรัพย์รวมลบสินทรัพย์หมุนเวียน หรือ Investing/(TA-CA) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการ ซึ่งบ่งชี้ว่าบริษัทที่มีกระแสเงินสดออกจากกิจกรรมลงทุนสามารถเพิ่มมูลค่ากิจการได้ อธิบายว่า

กระแสเงินสดออกที่เกิดจากการค้นหาโครงการเพื่อตัดสินใจลงทุนที่เป็นประโยชน์สามารถช่วยเพิ่มมูลค่ากิจการได้ นอกจากนี้ กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินหารด้วยหนี้สินระยะยาวบวกส่วน

ของผู้ถือหุ้น หรือ Financing/(LD+TE) ส่งผลในทางบวกต่อมูลค่ากิจการเช่นกัน ซึ่งหมายความว่าเมื่อบริษัทมีกระแสเงินสดเข้าจากกิจกรรมจัดหาเงินจะส่งผลทางบวกต่อมูลค่ากิจการ สอดคล้องกับมูลค่าตลาดของบริษัทที่เพิ่มขึ้นจากการตัดสินใจด้านค่าใช้จ่ายในการลงทุนของบริษัท (McConnell and Muscarella, 1985) จึงสรุปว่าข้อมูลที่ค้นพบข้างต้นอาจเกิดจากการที่บริษัทตัดสินใจลงทุนเพื่อให้ได้กระแสเงินสดเข้าจากกิจกรรมจัดหาเงินและกระแสเงินสดออกจากกิจกรรมลงทุน อย่างไรก็ตาม การดำเนินงาน/ยอดขาย (Operating/Sales) มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับมูลค่ากิจการ ชัดแย้งจากงานวิจัยในอดีต (Livnat and Zarowin, 1990) ซึ่ง Ni, Huang, Chiang and Liao (2019) อธิบายความขัดแย้งของผลงานวิจัยกับผลงานวิจัยในอดีตว่าเกิดจากตลาดมีการแข่งขันสูงขึ้นในได้หวันเนื่องจากคู่แข่งจากจีนและเกาหลีใต้ที่เพิ่มมากขึ้น การที่มูลค่ากิจการอาจไม่เพิ่มขึ้นหากกระแสเงินสดเข้าจากกิจกรรมดำเนินงานในการขายเพิ่มขึ้นเนื่องจากอัตรากำไรที่ลดลงหรือการซื้อที่น้อยลงเนื่องจากส่วนแบ่งการตลาดที่ลดลง ยกตัวอย่างเช่น กระแสเงินสดจากลูกหนี้การค้าที่เรียกเก็บได้เนื่องจากให้ส่วนลดสูงขึ้น รวมทั้งกระแสเงินสดจากการเปลี่ยนแปลงของสินค้าคงเหลือเนื่องจากการลดราคาขายอาจไม่นับว่าเป็นผลดีต่อการมีกระแสเงินสดเข้าที่เป็นบวกจากกิจกรรมดำเนินงาน ผู้วิจัยจึงมีความสนใจว่าผลการวิจัยดังกล่าวจากประเทศได้หวันจะเหมือนหรือแตกต่างจากประเทศไทยหรือไม่อย่างไร จึงต้องการศึกษากระแสเงินสดจากกิจกรรมทั้ง 3 กิจกรรมที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ ซึ่งจากการศึกษางานวิจัยฉบับดังกล่าวและงานวิจัยอื่นๆ ที่เกี่ยวข้อง ทำให้ได้ข้อสรุปกรอบแนวคิดในการวิจัย แสดงดังภาพที่ 1



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดในการวิจัย

### ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1. เพื่อเป็นแนวทางให้องค์กรทราบถึงความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดกับมูลค่าของกิจการ ซึ่งผู้บริหารสามารถนำข้อมูลดังกล่าวไปปรับใช้สำหรับบริหารจัดการกระแสเงินสด เพื่อประโยชน์ในการประเมินมูลค่าและวิเคราะห์วางแผนการลงทุนของบริษัท
2. เพื่อเป็นแนวทางสำหรับนักลงทุน ซึ่งสามารถนำความรู้ที่ได้จากงานวิจัยฉบับนี้ไปใช้ในการวิเคราะห์ประกอบการตัดสินใจลงทุน
3. นักวิจัยและผู้ที่เกี่ยวข้องศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดกับมูลค่าของกิจการ สามารถนำผลการวิจัยที่ได้ในครั้งนี้ไปใช้ประโยชน์เป็นแนวทางในการศึกษาและต่อยอดกับงานวิจัยอื่นได้ รวมถึงเป็นการเพิ่มองค์ความรู้ในเชิงวิชาการที่เกี่ยวข้องกับงานวิจัยทางด้านบัญชี

### ขอบเขตของการวิจัย

งานวิจัยนี้จะศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลจากงบการเงิน หมายเหตุประกอบงบการเงิน เว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และระบบข้อมูลตลาดหลักทรัพย์ออนไลน์ (SETSMART) สำหรับบริษัทที่มีรอบระยะเวลาบัญชีสิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม ปี พ.ศ.2559 - 2565 ทั้งนี้ ได้ศึกษาบริษัทที่อยู่ในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้น บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน กลุ่มอุตสาหกรรมฟื้นฟู กองทุนรวม ทรัสต์เพื่อการลงทุน เนื่องจากโครงสร้างทางการเงินการบัญชีและการนำเสนองบการเงินของธุรกิจดังกล่าวจะมีความแตกต่างจากธุรกิจทั่วไป

## บทที่ 2

### แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ในการศึกษาเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างงบกระแสเงินสดและมูลค่ากิจการ (Cash Flow Statements and Firm Value) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยได้ ทบทวนและรวบรวมข้อมูลจาก แนวคิด ทฤษฎี บทความและผลงานที่เกี่ยวข้อง ดังนี้

#### แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

ตามมาตรฐานการบัญชีฉบับที่ 7 (ปรับปรุง 2562) เรื่อง งบกระแสเงินสด ข้อมูลเกี่ยวกับ กระแสเงินสดของกิจการมีประโยชน์ต่อผู้ใช้งบการเงิน เพื่อใช้เป็นเกณฑ์ในการประเมิน ความสามารถของกิจการในการก่อให้เกิดเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด และความต้องการใช้ กระแสเงินสดของกิจการในการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจของผู้ใช้งบการเงิน จะต้องมีการประเมิน ความสามารถของกิจการในการก่อให้เกิดเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด รวมถึงจังหวะเวลา และความแน่นอนของการก่อให้เกิดเงินสดดังกล่าว

#### วัตถุประสงค์ของงบกระแสเงินสด

เพื่อเป็นการให้ข้อมูลเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงในอดีตของเงินสดและรายการ เทียบเท่าเงินสดของกิจการผ่านทางงบกระแสเงินสด ซึ่งได้จำแนกกระแสเงินสดในระหว่างรอบ ระยะเวลาเป็นเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กิจกรรมลงทุน และกิจกรรมจัดหาเงิน

#### ขอบเขตของงบกระแสเงินสด

กิจการต้องจัดทำงบกระแสเงินสดให้เป็นไปตามข้อกำหนดในมาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 7 (ปรับปรุง 2562) และต้องนำเสนองบกระแสเงินสดเป็นส่วนหนึ่งของงบการเงินของ กิจการที่นำเสนอในแต่ละรอบระยะเวลาบัญชี ผู้ใช้งบการเงินของกิจการย่อมสนใจว่ากิจการ ก่อให้เกิดและใช้เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดอย่างไร โดยไม่ขึ้นอยู่กับลักษณะกิจกรรมของ กิจการ และไม่ขึ้นอยู่กับว่าเงินสดจะถือเป็นผลิตภัณฑ์ของกิจการหรือไม่ ซึ่งอาจเป็นกรณีของ สถาบันการเงิน กิจการยืมต้องการเงินสดด้วยเหตุผลพื้นฐานที่เหมือนกัน อย่างไรก็ตาม กิจกรรม หลักที่ก่อให้เกิดรายได้ของกิจการอาจแตกต่างกันไป นั่นคือ กิจการต้องการเงินสดเพื่อใช้ในการ ดำเนินงาน เพื่อชำระภาระผูกพันและเพื่อจ่ายผลตอบแทนแก่ผู้ลงทุน ดังนั้น มาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 7 (ปรับปรุง 2562) จึงกำหนดให้ทุกกิจการต้องนำเสนองบกระแสเงินสด

### ประโยชน์ของข้อมูลกระแสเงินสด

งบกระแสเงินสดเมื่อใช้ประกอบกับส่วนที่เหลือของงบการเงิน จะให้ข้อมูลที่ทำให้ผู้ใช้งบการเงินสามารถประเมินการเปลี่ยนแปลงในสินทรัพย์สุทธิของกิจการ โครงสร้างทางการเงินของกิจการ (ซึ่งรวมถึงสภาพคล่องและความสามารถในการชำระหนี้) และความสามารถของกิจการในการจัดการเกี่ยวกับจำนวนเงินและจังหวะเวลาของกระแสเงินสด เพื่อปรับให้เข้ากับการเปลี่ยนแปลงของสถานการณ์และโอกาส ข้อมูลกระแสเงินสดให้ประโยชน์ในการประเมินความสามารถของกิจการในการก่อให้เกิดเงินสดหรือรายการเทียบเท่าเงินสด และทำให้ผู้ใช้งบการเงินสามารถนำไปสร้างแบบจำลองเพื่อประเมินและเปรียบเทียบมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดในอนาคตของกิจการที่ต่างกัน รวมทั้งช่วยเพิ่มความสามารถในการเปรียบเทียบกันได้ของผลการดำเนินงานที่รายงาน โดยกิจการที่แตกต่างกันได้ เนื่องจากได้ตัดผลกระทบที่เกิดจากการใช้วิธีปฏิบัติทางบัญชีที่แตกต่างกันสำหรับรายการและเหตุการณ์ที่เหมือนกันออกไปแล้ว

โดยข้อมูลในอดีตของกระแสเงินสดมักใช้เป็นตัวบ่งชี้ถึงจำนวนเงิน จังหวะเวลา และความแน่นอนของกระแสเงินสดในอนาคต นอกจากนี้ยังเป็นประโยชน์ในการใช้ตรวจสอบความถูกต้องของการประเมินกระแสเงินสดในอนาคตที่ได้จัดทำไว้ในอดีต และใช้ตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไร รวมถึงกระแสเงินสดสุทธิ และผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงในระดับราคา

### การนำเสนอของกระแสเงินสด

กิจการต้องนำเสนอกระแสเงินสดของกิจการที่เกิดจากกิจกรรมดำเนินงาน กิจกรรมลงทุน และกิจกรรมจัดหาเงิน ในลักษณะที่เหมาะสมกับธุรกิจของกิจการมากที่สุด การจำแนกตามกิจกรรมจะให้ข้อมูลที่ทำให้ผู้ใช้งบการเงินสามารถประเมินผลกระทบของกิจกรรมเหล่านั้นที่มีต่อฐานะการเงินของกิจการ จำนวนเงินสด และรายการเทียบเท่าเงินสดของกิจการได้ โดยข้อมูลเหล่านี้ยังอาจใช้เพื่อประเมินความสัมพันธ์ระหว่างกิจกรรมเหล่านั้นได้อีกด้วย

รายการค้ารายการหนึ่งอาจรวมกระแสเงินสดจากหลายกิจกรรมที่จัดประเภทแตกต่างกันได้ ตัวอย่างเช่น ในกรณีเงินสดที่ใช้ในการจ่ายชำระเงินกู้ซึ่งรวมทั้งดอกเบี้ยและเงินต้น ส่วนที่เป็นดอกเบี้ยอาจจัดประเภทเป็นกิจกรรมดำเนินงาน และส่วนที่เป็นเงินต้นจัดประเภทเป็นกิจกรรมจัดหาเงิน

### โดยจำแนกรายละเอียดของแต่ละกิจกรรมได้ดังนี้

(1) กิจกรรมดำเนินงาน จำนวนเงินของกระแสเงินสดที่เกิดจากกิจกรรมดำเนินงานจะเป็นข้อบ่งชี้ที่สำคัญซึ่งแสดงถึงความสามารถในการดำเนินงานของกิจการ ในการก่อให้เกิดกระแสเงินสดที่เพียงพอเพื่อจ่ายชำระเงินกู้ยืม เพื่อการดำเนินงานของกิจการ เพื่อจ่ายเงิน

ปันผล และเพื่อการลงทุนใหม่ ๆ โดยไม่พึ่งพาการจัดหาเงินจากแหล่งเงินทุนภายนอก ข้อมูลเกี่ยวกับองค์ประกอบแต่ละรายการของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานที่เกิดขึ้นในอดีตจะเป็นประโยชน์เมื่อพิจารณาประกอบกับข้อมูลอื่นในการพยากรณ์กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในอนาคต โดยพื้นฐานแล้วกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานจะเกิดจากกิจกรรมหลักที่ก่อให้เกิดรายได้ของกิจการ ดังนั้น จะเป็นผลมาจากรายการต่าง ๆ และเหตุการณ์อื่นที่เกิดขึ้นในการคำนวณกำไรหรือขาดทุน ตัวอย่างของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน คือ

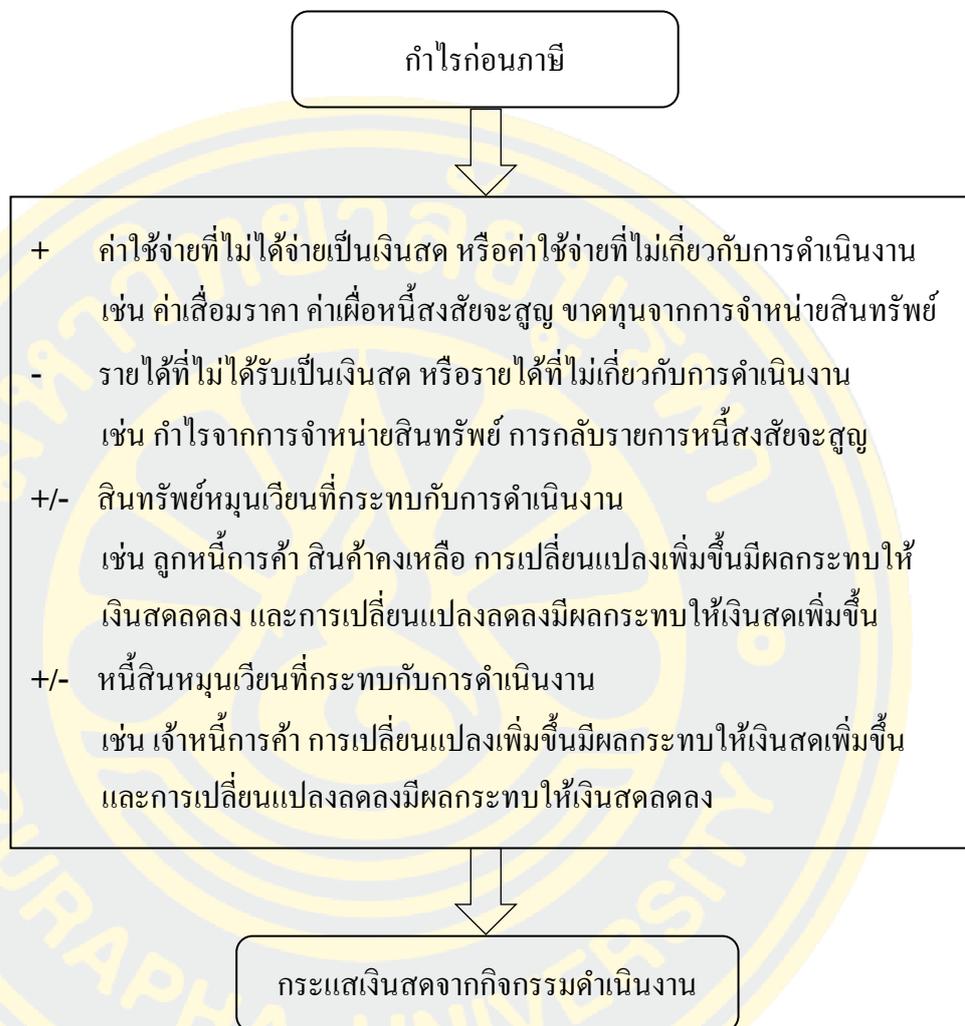
เงินสดรับจากการขายสินค้าและการให้บริการ เงินสดรับจากรายได้ค่าสิทธิ ค่าธรรมเนียม ค่านายหน้า และรายได้อื่น การจ่ายชำระเงินสดให้แก่ผู้ขายสินค้าและผู้ให้บริการ การจ่ายชำระเงินสดให้แก่พนักงานและจ่ายแทนพนักงาน เงินสดรับและการจ่ายชำระเงินสดของกิจการ ประกันภัย สำหรับเบี้ยประกันภัยและค่าสินไหมทดแทน ค่ารายปีและผลประโยชน์อื่นตามกรมธรรม์ การจ่ายชำระเงินสดหรือการได้รับคืนค่าภาษีเงินได้ ยกเว้นหากรายการดังกล่าวสามารถระบุเจาะจงได้กับกิจกรรมลงทุนและกิจกรรมจัดหาเงิน และเงินสดรับและการจ่ายชำระเงินสดจากสัญญาที่ถือไว้เพื่อซื้อขายหรือเพื่อค่า

รายการบางรายการ เช่น การขายโรงงาน อาจทำให้เกิดผลกำไรหรือขาดทุน ซึ่งจะรวมอยู่ในกำไรหรือขาดทุนที่รับรู้กระแสเงินสดที่เกี่ยวข้องกับรายการดังกล่าว เป็นกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน อย่างไรก็ตาม การจ่ายชำระเงินสดเพื่อผลิตหรือเพื่อซื้อสินทรัพย์ซึ่งถือไว้เพื่อให้ผู้อื่นเช่าและต่อมาถือไว้เพื่อขาย ตามมาตรฐานการบัญชีฉบับที่ 16 เรื่อง ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ ถือเป็นกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน เงินสดรับจากค่าเช่าและการขายสินทรัพย์ในเวลาต่อมา ก็ถือเป็นกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานเช่นเดียวกัน

กิจการสามารถเลือกแสดงกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานได้ 2 วิธี คือ 1) วิธีทางตรง (Direct Method) เป็นวิธีที่แสดงเงินสดรับและการจ่ายชำระเงินสดตามลักษณะของรายการหลักที่สำคัญ 2) วิธีทางอ้อม (Indirect Method) เป็นวิธีที่แสดงด้วยยอดกำไรหรือขาดทุนปรับปรุงด้วยผลกระทบของรายการที่ไม่เกี่ยวกับเงินสด รายการค้างรับ หรือค้างจ่ายของเงินสดรับหรือเงินสดจ่ายที่เกี่ยวข้องกับกิจกรรมดำเนินงานในอดีตหรืออนาคต และรายการรายได้หรือค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนหรือกิจกรรมจัดหาเงิน การจัดทำงบกระแสเงินสด ไม่ว่าจะด้วยวิธีทางตรงหรือวิธีทางอ้อมมีรูปแบบที่เหมือนกันจะต่างกันเฉพาะในส่วนของ การแสดงกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานเท่านั้น ซึ่งสุดท้ายทั้ง 2 วิธีก็ได้ผลลัพธ์ของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานเท่ากัน ส่วนการแสดงกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนและกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินนั้นไม่แตกต่างกัน

การคำนวณกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานวิธีทางอ้อม คำนวณได้ดังภาพ

ที่ 2



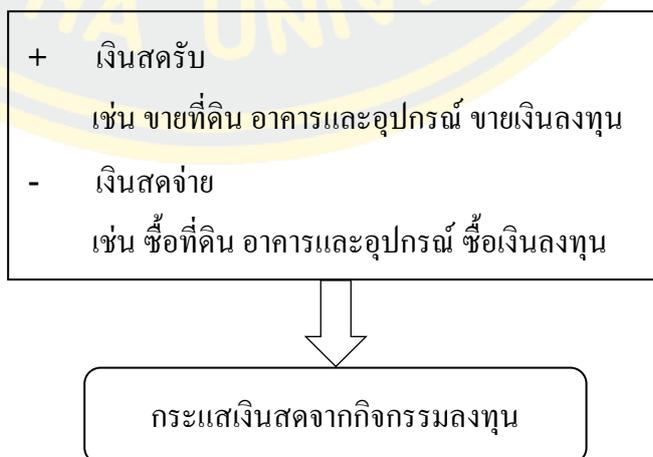
ภาพที่ 2 การคำนวณกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานวิธีทางอ้อม

(2) กิจกรรมลงทุน การเปิดเผยข้อมูลของกระแสเงินสดที่เกิดจากกิจกรรมลงทุนแยกต่างหากมีความสำคัญเนื่องจากกระแสเงินสดดังกล่าวแสดงให้เห็นรายจ่ายที่ได้จ่ายไปเพื่อให้ได้มาซึ่งทรัพยากรต่าง ๆ ที่จะก่อให้เกิดรายได้และกระแสเงินสดในอนาคต เฉพาะรายจ่ายที่ส่งผลให้เกิดการรับรู้สินทรัพย์ในงบแสดงฐานะการเงินเท่านั้นที่สามารถจัดประเภทเป็นกิจกรรมลงทุน ตัวอย่างของกระแสเงินสดที่เกิดจากกิจกรรมลงทุน คือ

การจ่ายชำระเงินสดเพื่อซื้อที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ สินทรัพย์ไม่มีตัวตน และสินทรัพย์ระยะยาวอื่น รายจ่ายดังกล่าวให้รวมถึงเงินสดจ่ายที่เป็นต้นทุนในการพัฒนาสินทรัพย์ และเงินสดจ่ายที่เกี่ยวข้องกับที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ที่กิจการสร้างขึ้นเอง เงินสดรับจากการขาย

ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ สินทรัพย์ไม่มีตัวตนและสินทรัพย์ระยะยาวอื่น การจ่ายชำระเงินสดเพื่อ  
 ได้มาซึ่งตราสารทุนหรือตราสารหนี้ของกิจการอื่น และส่วนได้เสียในการร่วมค้า (นอกเหนือจาก  
 เงินสดที่จ่ายเพื่อได้มาซึ่งตราสารที่จัดเป็นรายการเทียบเท่าเงินสดหรือที่ถือไว้โดยมีวัตถุประสงค์  
 เพื่อซื้อขายหรือเพื่อค้า) เงินสดรับจากการขายตราสารทุนหรือตราสารหนี้ของกิจการอื่น และส่วน  
 ได้เสียในการร่วมค้า (นอกเหนือจากเงินสดรับจากการขายตราสารที่จัดเป็นรายการเทียบเท่าเงินสด  
 หรือที่ถือไว้โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อซื้อขายหรือเพื่อค้า) เงินสดจ่ายล่วงหน้าและเงินให้กู้ยืมแก่บุคคล  
 อื่น (นอกเหนือจากเงินจ่ายล่วงหน้าและเงินให้กู้ยืมโดยสถาบันการเงิน) เงินสดรับชำระคืนจากเงิน  
 จ่ายล่วงหน้าและเงินให้กู้ยืมแก่บุคคลอื่น (นอกเหนือจากเงินจ่ายล่วงหน้าและเงินให้กู้ยืมโดย  
 สถาบันการเงิน) การจ่ายชำระเงินสดเพื่อซื้อสัญญาฟิวเจอร์และสัญญาฟอว์วิด สัญญาให้สิทธิเลือก  
 และสัญญาแลกเปลี่ยน ยกเว้นเมื่อสัญญาดังกล่าวถือไว้เพื่อซื้อขายหรือเพื่อค้า หรือเป็นการจ่ายที่จัด  
 ประเภทเป็นกิจกรรมจัดหาเงิน และเงินสดรับจากการขายสัญญาฟิวเจอร์และสัญญาฟอว์วิด สัญญา  
 ให้สิทธิเลือกและสัญญาแลกเปลี่ยน ยกเว้นเมื่อสัญญาดังกล่าวถือไว้เพื่อซื้อขายหรือเพื่อค้า หรือเป็น  
 การรับที่จัดประเภทเป็นกิจกรรมจัดหาเงิน กรณีที่สัญญานำไปใช้เป็นเครื่องมือป้องกันความเสี่ยง  
 ของรายการที่สามารถระบุได้ กระแสเงินสดที่เกิดจากสัญญาดังกล่าวให้จัดประเภทในลักษณะ  
 เดียวกับกระแสเงินสดของรายการที่ถูกป้องกันความเสี่ยง

กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนมักจะมีค่าเป็นลบ เพราะกิจการมีการลงทุนอยู่  
 เสมอเพื่อดำเนินงานหรือขยายกิจการ โดยเงินสดที่นำไปลงทุนอาจไปลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียน  
 เช่น เงินลงทุนระยะสั้นและลงทุนในสินทรัพย์ไม่มีหมุนเวียน เช่น ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ การ  
 คำนวณกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน มีดังภาพที่ 3

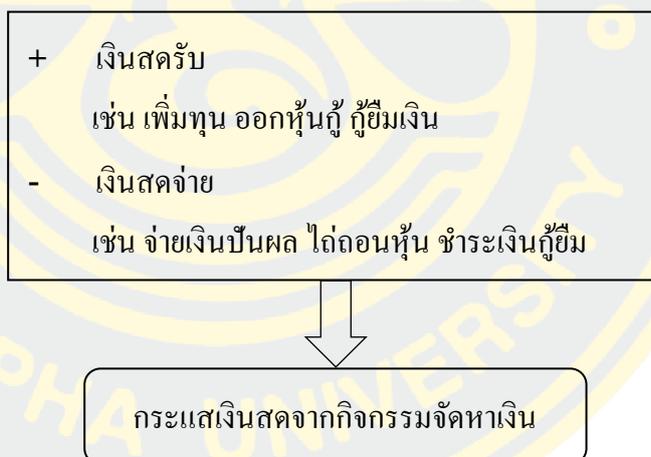


ภาพที่ 3 การคำนวณกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน

(3) กิจกรรมจัดหาเงิน การเปิดเผยข้อมูลของกระแสเงินสดที่เกิดจากกิจกรรมจัดหาเงิน แยกต่างหากมีความสำคัญเนื่องจากจะเป็นประโยชน์ในการคาดคะเนสิทธิเรียกร้องในกระแสเงินสดในอนาคตจากผู้ให้เงินทุนแก่กิจการ ตัวอย่างของกระแสเงินสดที่เกิดจากกิจกรรมจัดหาเงิน คือ

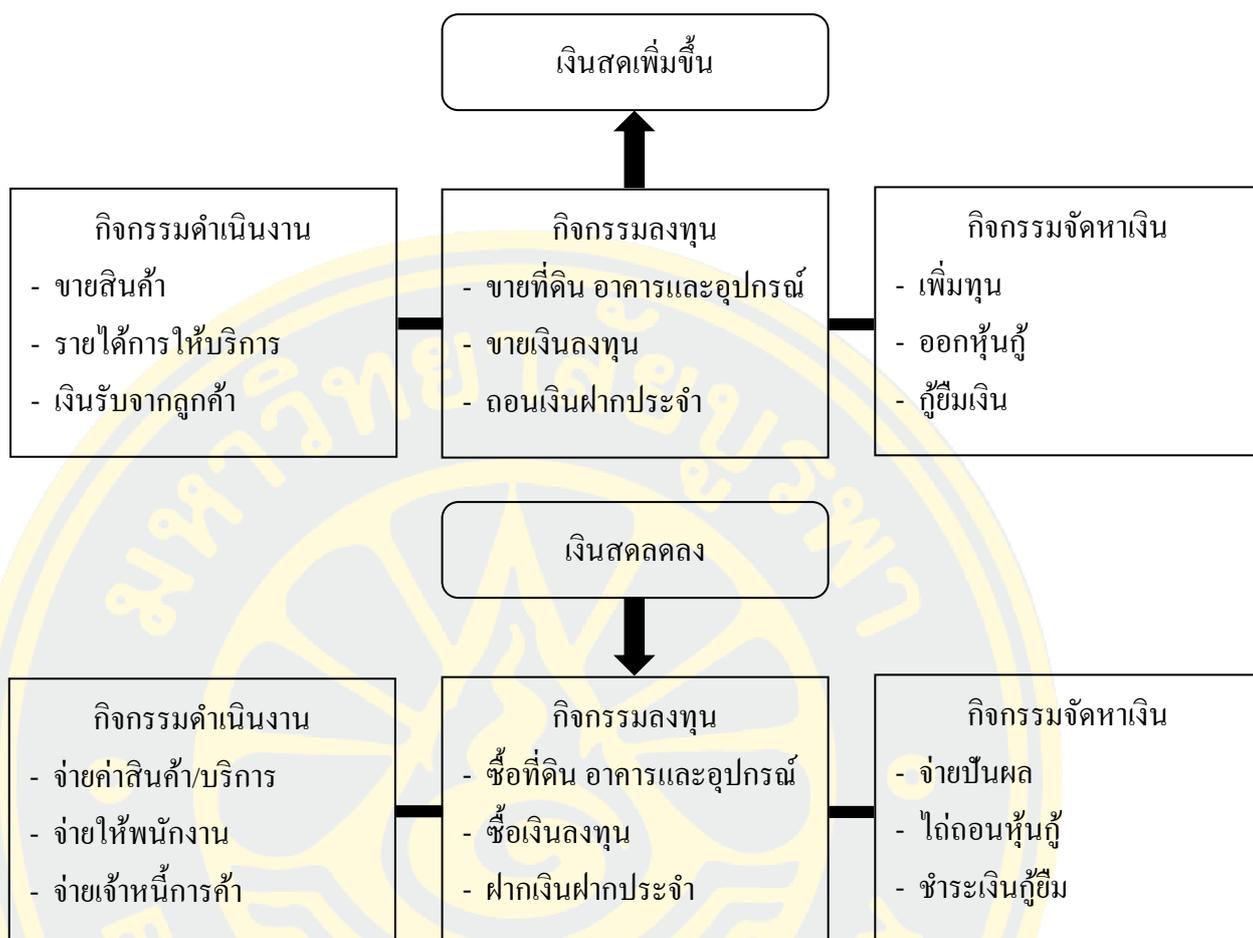
เงินสดรับจากการออกหุ้นหรือตราสารทุนอื่น การจ่ายชำระเงินสดให้กับผู้เป็นเจ้าของเพื่อซื้อหรือไถ่ถอนหุ้นของกิจการนั้น เงินสดรับจากการออกหุ้นกู้ เงินกู้ยืม ตัวเงินปันرباح การจ้างนอง และเงินกู้ยืมระยะสั้นหรือระยะยาวอื่น การจ่ายชำระเงินสดคืนเงินกู้ยืม และการจ่ายชำระเงินสดที่ผู้เช่าจ่ายเพื่อลดจำนวนคงเหลือของหนี้สินซึ่งเกี่ยวข้องกับสัญญาเช่า

กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน เกิดจากการเปลี่ยนแปลงรายการในส่วนของผู้ออกหุ้นและส่วนของการกู้ยืม ซึ่งเกี่ยวข้องกับบัญชีหนี้สินหมุนเวียน (เฉพาะที่เกี่ยวกับการจัดหาเงิน) หนี้สินไม่หมุนเวียน ส่วนของผู้ออกหุ้น (ทุน) ควรสังเกตว่าถ้ามีค่าเป็นบวกจะเกิดจากการกู้ยืมเงินทั้งระยะสั้นและระยะยาว ต้องพิจารณาว่ากิจการนำไปใช้เพื่อวัตถุประสงค์ใด การคำนวณกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน มีดังภาพที่ 4



ภาพที่ 4 การคำนวณกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน

เมื่อรวมกระแสเงินสดทั้ง 3 กิจกรรม จะได้เป็นกระแสเงินสดที่เพิ่มขึ้น (ลดลง) สุทธิในปีนั้น ๆ โดยสรุปเงินสดเพิ่มขึ้นและเงินสดลดลงจากทั้ง 3 กิจกรรม เกิดจากกรณีดังภาพที่ 5



ภาพที่ 5 สรุปเงินสดเพิ่มขึ้นและเงินสดลดลงจากทั้ง 3 กิจกรรม

การแสดงผลกระแสเงินสดด้วยยอดสุทธิในกรณีที่เป็นเงินสดรับและจ่ายแทนลูกค้า โดยกระแสเงินสดนั้นสะท้อนถึงกิจกรรมของลูกค้ามากกว่ากิจกรรมของกิจการ หรือในกรณีที่เป็นเงินสดรับและจ่ายของรายการที่หมุนเร็ว จำนวนเงินมากและครบกำหนดอายุในช่วงเวลาสั้น กิจการสามารถแสดงผลกระแสเงินสดที่เกิดจากกิจกรรมดำเนินงาน กิจกรรมลงทุน หรือกิจกรรมจัดหาเงิน ด้วยยอดสุทธิได้ ตัวอย่างเช่น ค่าเช่าที่จัดเก็บแทนและจ่ายไปยังเจ้าของอสังหาริมทรัพย์ รายการซื้อขายเงินลงทุนในระยะสั้น เงินกู้ยืมระยะสั้นที่มีการหมุนเร็ว เป็นต้น

### งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

งานวิจัยเกี่ยวกับกระแสเงินสด

Badertscher, Collins, and Lys (2012); Bowen, Burgstahler, and Daley (1986); Dechow, Kothari, and Watts (1988); Subramanyam and Venkatachalam (2007) ศึกษาความสัมพันธ์ของข้อมูลทางการบัญชีในการคาดการณ์กระแสเงินสดในอนาคตจะเน้นที่ความสามารถในการ

คาดการณ์ของกระแสเงินสดรวมจากกิจกรรมดำเนินงานและรายได้ นอกจากนี้ (Barth, Cram, and Nelson, 2001) ได้พบว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีประสิทธิภาพที่ดีกว่ารายได้ในการคาดการณ์กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในอนาคต งานวิจัยที่เกี่ยวข้องเหล่านี้แสดงให้เห็นว่า กระแสเงินสดมีความสามารถในการคาดการณ์รายได้และกระแสเงินสดในอนาคต แม้จะมีผลที่หลากหลายจากงานวิจัยก่อนหน้านี้ ซึ่งใช้การประเมินกระแสเงินสด (Bowen et al., 1986; Greenberg, Johnson, and Ramesh, 1986) งานวิจัยในช่วงหลังจะใช้ข้อมูลกระแสเงินสดตามที่รายงานไว้ในงบกระแสเงินสด และแสดงให้เห็นว่ากระแสเงินสดเป็นเครื่องมือในการคาดการณ์กระแสเงินสดในอนาคตที่ดีกว่ารายได้ (Barth et al., 2001; Subramanyam and Venkatachalam, 2007)

Barth et al. (2001) ในส่วนของกระแสเงินสดและการประเมินมูลค่าของบริษัทนั้น อธิบายว่าวัตถุประสงค์หลักของการรายงานทางการเงินคือ เพื่อให้ข้อมูลที่จะช่วยให้ผู้ใช้ประเมินกระแสเงินสดในอนาคตของบริษัท โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อกระแสเงินสดในอนาคตมีความจำเป็นต่อการประเมินมูลค่าของกิจการ นอกจากนี้ (Kumar and Krishnan, 2008) ยังได้ศึกษาว่ากระแสเงินสดและเงินคงค้างจะเปลี่ยนไปตามโอกาสในการลงทุนหรือไม่ และเปิดเผยว่าความเกี่ยวข้องของข้อมูลกระแสเงินสดและเงินคงค้างอาจแตกต่างกันไปในแต่ละบริษัทตามสถานการณ์ อย่างไรก็ตาม (Livnat and Zarowin, 1990) ศึกษาว่าองค์ประกอบของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กิจกรรมจัดหาเงิน และกิจกรรมลงทุนมีความเชื่อมโยงที่แตกต่างกันหรือไม่ต่อผลตอบแทนรายปีที่ผิดปกติ คาดการณ์โดยแบบจำลองทางทฤษฎีในด้านการเงินและเศรษฐศาสตร์ ซึ่งพบว่าการแยกกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานออกจากกันตามองค์ประกอบ จะช่วยเพิ่มผลตอบแทนประจำปีจากหลักทรัพย์ได้อย่างมีนัยสำคัญและ (Krishnan and Largay, 2000) ยังกล่าวว่าการคาดการณ์กระแสเงินสดในอนาคตนั้นจำเป็นต่อการวิเคราะห์ การประเมินมูลค่า และการลงทุนของบริษัท ไม่นานมานี้ (Artikis and Papanastasopoulos, 2016) พบว่าองค์ประกอบของรายได้ในส่วนที่เป็นเงินสดนั้นจะคงที่มากกว่าส่วนที่เป็นเงินคงค้างและความคงอยู่ที่สูงขึ้นนี้อาจเกิดได้จากเงินสดที่กระจายออกไปยังผู้ถือหุ้นเป็นหลัก

Howe, He, and Kao (1992); Kaplan and Zingales (1997) ในความเป็นจริงรายได้ค้างรับ เช่น รายได้ที่ยังไม่ได้รับการส่งมอบสินค้าหรือบริการเป็นสินทรัพย์ เมื่อรายได้นั้นเกิดขึ้นและมีการรับรู้รายได้ที่เกี่ยวข้องนั้นแล้ว แม้จะได้รับเงินสดในภายหลัง เมื่อยอดถูกหักออกไปจากรายได้ค้างรับ อย่างไรก็ตาม หากไม่ได้รับเงินสดนี้สูญจะเกิดขึ้น ในสถานการณ์เช่นนี้ข้อมูลที่ได้จากงบกระแสเงินสดจะมีความน่าเชื่อถือมากกว่ารายได้

นอกจากนี้ยังมีงานวิจัยที่เกี่ยวข้องระบุว่า ข้อมูลกระแสเงินสดเป็นประโยชน์ต่อการคาดการณ์ปัญหาทางการเงินซึ่งจะส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ (Aziz, Emanuel, and Lawson, 1988;

Aziz and Lawson, 1989; Beaver, 1966; Blum, 1974; Casey and Bartczak, 1984, 1985; Deakin, 1972; Gentry, Newbold, and Whitford, 1985; Gentry, Newbold, and Whitford, 1987; Gilbert, Menon, and Schwartz, 1990) นอกจากนี้ (Barth et al., 2001) ยังสรุปว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานสามารถคาดการณ์กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในอนาคตได้ดีกว่ารายได้งานวิจัยที่เกี่ยวข้องเหล่านี้แสดงให้เห็นว่ากระแสเงินสดสามารถคาดการณ์รายได้ ปัญหาทางการเงินและกระแสเงินสดในอนาคตได้

#### งานวิจัยเกี่ยวกับมูลค่ากิจการ

นอกจากความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดกับมูลค่ากิจการแล้ว ตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการและประสิทธิภาพทางการเงินจะส่งผลต่อประสิทธิภาพของบริษัท และมูลค่ากิจการเช่นกัน ซึ่งประเด็นนี้มีการศึกษาไว้อย่างกว้างขวางในงานวิจัยที่เกี่ยวข้องของ (Ammann, Oesch, and Schmid, 2011; Black and Kim, 2012; Black, Kim, Jang, and Park, 2015; Brown and Caylor, 2006; Chhaochharia and Grinstein, 2007; Gonzalez and André, 2014; Haque, 2017; Hardwick, Adams, and Zou, 2011; Lemmon and Lins, 2003; Ni and Huang, 2015; Nini, Smith, and Sufi, 2012; Wahab and Holland, 2012)

ส่วนของตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับงบการเงิน (Barton and Simko, 2002) กล่าวว่า ราคาหุ้นจะเพิ่มขึ้นในบริษัทที่มีการจัดการสินทรัพย์ที่ดีกว่า (Borokhovich, Brunarski, Crutchley, and Simkins, 2004) เปิดเผยว่า ความเสี่ยงทางการเงินจะลดลงในบริษัทที่มีอัตราส่วนทุนหมุนเวียน (Current Ratio) ค่อนข้างสูง (Cai and Zhang, 2011) กล่าวว่า การลงทุนด้วยการกู้ยืมเงินเป็นจำนวนมากจะส่งผลเสียต่อราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้ โครงสร้างของคณะกรรมการบริหารที่ขาดประสิทธิภาพจะไม่ทำให้บริษัทมีประสิทธิภาพที่ดีขึ้น (Ahmed, Hossain, and Adams, 2006; Jackling and Johl, 2009) และบริษัทที่มีขนาดใหญ่มักจะยอมรับความเสี่ยงเพื่อลดความผันผวนของราคาหุ้น (Berkman and Bradbury, 1996; Block and Gallagher, 1986; Jin and Jorion, 2006) ดังนั้นบริษัทขนาดใหญ่จึงอาจมีความผันผวนของราคาหุ้นน้อยกว่าบริษัทขนาดเล็ก ตัวแปรงบการเงินอื่นๆ เช่น อัตราส่วนทุนหมุนเวียน อัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์ อัตราส่วนหนี้สิน และมูลค่าตลาดถือเป็นตัวแปรควบคุมเนื่องจากผลที่มีต่อประสิทธิภาพของบริษัทและมูลค่ากิจการ

#### งานวิจัยอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้อง

Asiri and Hameed (2014) ที่ได้ศึกษาการใช้อัตราส่วนทางการเงินเพื่ออธิบายมูลค่าของบริษัท โดยใช้หมวดหมู่ทั้งหมดของอัตราส่วนทางการเงิน ผลจากการศึกษาพบว่าความสามารถในการทำกำไร (ROA) เป็นตัววัดที่สามารถสะท้อนมูลค่าตลาดของบริษัทมากที่สุด ตามด้วยสัดส่วนของหนี้สิน (Financial leverage) นอกจากนี้ผลการศึกษาพบว่า ขนาดของบริษัท มีผลอย่างมากต่อ

มูลค่าตลาดของบริษัท โดยขนาดของบริษัทวัดจากสินทรัพย์รวมและ Tobin's Q Ratio สะท้อนให้เห็นว่านักลงทุนรับรู้สัญญาณที่แตกต่างจากบริษัทขนาดเล็ก เมื่อเทียบกับบริษัทขนาดใหญ่และจากบริษัทที่เติบโตเมื่อเทียบกับบริษัทที่ไม่มีการเติบโต

Barth et al. (2001); Krishnan and Largay (2000) ได้ศึกษาว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กิจกรรมลงทุน และกิจกรรมจัดหาเงินจะส่งผลต่อค่า Tobin's Q หรือไม่เมื่อใช้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์ในรายงานทางการเงินซึ่งถูกนำมาใช้ในการประเมินบริษัท นอกจากนี้ (Louis and White, 2007) ยังกล่าวว่ารายนางานทางการเงินใหม่ ๆ มักจะส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นจึงสรุปว่า ค่า Tobin's Q อาจได้รับผลกระทบจากข้อมูลที่อยู่ในงบการเงิน จึงใช้อัตราส่วนทุนหมุนเวียน อัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์ และอัตราส่วนหนี้สินเป็นตัวแปรควบคุม

Damodaran (2011) ได้ศึกษาหามูลค่ากิจการโดยใช้วิธีที่หลากหลาย เช่น การพิจารณาจากมูลค่าทางการตลาด มูลค่าตามบัญชี กระแสเงินสดอิสระ เพื่อให้เหมาะสมกับกิจการและผู้ต้องการใช้ข้อมูล สิ่งที่ใช้ในการประเมินมูลค่ากิจการ จึงควรพิจารณาถึงมุมมองของนักลงทุนและราคาหุ้น ซึ่งพบว่า งานวิจัยของ (De-La-Hoz and Pombo, 2015) ศึกษามูลค่ากิจการ คือ วัดผลการดำเนินงานทางการตลาด (Tobin's Q) ซึ่งได้นำราคาหุ้นในตลาดทำนายปริมาณการลงทุนในภาคธุรกิจนี้ ซึ่งเป็นการมองแนวโน้มเชิงอนาคตกับมูลค่ากิจการ

Erik et al. (2013) ได้ศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบของความสามารถในการทำกำไร (ROA) ที่มีต่อมูลค่าของกิจการ (Tobin's Q) พบว่า หากกิจการมีผลประกอบการดี เนื่องจากกิจการมีความสามารถในการทำกำไรสูง จะสามารถตอบสนองความต้องการของนักลงทุนภายนอกเพื่อมาลงทุนในกิจการ และสามารถผลักดันให้ราคาหุ้นในตลาดสูงขึ้นส่งผลให้มูลค่าของกิจการเพิ่มสูงขึ้นเช่นกัน

Martin and Petty (2000) ได้ให้ความหมายและอธิบายถึงหลักพื้นฐานของ VMB คือ ตัวแบบการคิดลดกระแสเงินสดเพื่อประเมินมูลค่ากิจการ ซึ่งหลักการของระบบ VMB คือ การวัดค่าและให้ผลตอบแทนแก่กิจการที่ทำให้เกิดมูลค่าต่อผู้ถือหุ้น แต่สำหรับ (Institute of Management Accountants, 1997) ได้อธิบายถึงระบบ VMB คือ องค์กรใช้เทคนิคการวิเคราะห์และกระบวนการบริหารที่มีความสอดคล้องกันเพื่อทำให้องค์กรเพิ่มมูลค่า

Ni, Huang, Chiang and Liao (2019) ทำการศึกษางบกระแสเงินสดและมูลค่ากิจการ: หลักฐานเชิงประจักษ์ได้หวั่น ผลการวิจัยพบว่า ในการเปรียบเทียบตัวแปรอัตราส่วนกระแสเงินสด ซึ่งได้แก่ กิจกรรมดำเนินงานต่อยอดขาย (กิจกรรมดำเนินงาน/ยอดขาย (Operating/Sales)), กิจกรรมลงทุนต่อสินทรัพย์รวมซึ่งไม่รวมสินทรัพย์หมุนเวียน (กิจกรรมลงทุน/(TA-CA) (Investing/(TA-CA))) และกิจกรรมจัดหาเงินต่อผลรวมของหนี้สินระยะยาวและส่วนของผู้ถือหุ้น (กิจกรรมจัดหา

เงิน/(LD+TE) (Financing/(LD+TE))) พบว่า มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการ แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีกระแสเงินสดออกจากกิจกรรมลงทุนสามารถเพิ่มมูลค่ากิจการได้ ซึ่งกระแสเงินสดออกเหล่านี้เกิดจากการค้นหาโครงการเพื่อการตัดสินใจลงทุนที่เป็นประโยชน์สามารถช่วยเพิ่มมูลค่ากิจการ นอกจากนี้ ยังแสดงให้เห็นว่า กิจกรรมจัดหาเงินต่อผลรวมของหนี้สินระยะยาวและส่วนของผู้ถือหุ้น (กิจกรรมจัดหาเงิน/(LD+TE) (Financing/(LD+TE))) ส่งผลในเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการเช่นกัน บริษัทที่ระดมทุนในโครงการเพื่อตัดสินใจลงทุนจะได้รับกระแสเงินสดเข้าจากกิจกรรมจัดหาเงิน และกระแสเงินสดออกจากกิจกรรมลงทุน กระแสเงินสดเข้าจากกิจกรรมดำเนินงานอาจไม่นับว่าเป็นสัญญาณที่ดีสำหรับกิจการในได้หวัน เนื่องจากบริษัทในได้หวันต้องพบกับการแข่งขันที่สูงขึ้น กระแสเงินสดที่เป็นบวกจากกิจกรรมดำเนินงานอาจเกิดจากกระแสเงินสดรับจากลูกหนี้การค้าที่เรียกชำระได้เนื่องจากการให้ส่วนลดที่มากขึ้น หรือกระแสเงินสดรับจากสินค้าคงเหลือเนื่องจากการลดราคาขาย ซึ่งอาจไม่นับว่าเป็นสัญญาณที่ดี นอกจากนี้ กระแสเงินสดจ่ายจากเจ้าหนี้การค้ายังลดลงด้วยเพราะการซื้อลดลงเนื่องจากคู่แข่งที่มากขึ้นจากเกาหลีและจีน ดังนั้น จึงสรุปได้ว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานอาจไม่ใช่สัญญาณที่ดีในได้หวันเนื่องจากการอนุมานข้างต้น ซึ่งต่างจากความรู้ความเข้าใจว่ากระแสเงินสดรับที่เพิ่มขึ้นจากกิจกรรมดำเนินงานสามารถเพิ่มมูลค่ากิจการได้

Umobong (2015) พบว่า อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับอัตราการเจริญเติบโตของผลกำไรของกิจการในประเทศไนจีเรีย นอกจากนี้ยังพบงานวิจัยของ (Mohanty and Mehrotra, 2018) ที่พบว่า อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนและอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนเร็ว มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมและอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของวิสาหกิจในประเทศอินเดีย

มนิรา รังสิมารวงกูร (2563) ศึกษาพบว่า อัตราส่วนทางการเงินที่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ กลุ่มธุรกิจพลังงานและสาธารณูปโภค ระหว่างปี พ.ศ.2558-2562 มีทั้งสิ้น 6 อัตราส่วนได้แก่ อัตราส่วนการหมุนเวียนของลูกหนี้การค้า อัตราส่วนกำไรสุทธิ อัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์ อัตราส่วนผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น อัตรากระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนกระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงานต่อกำไรสุทธิ ส่วนอัตราส่วนที่ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ คือ อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

มยุรี สิ้นธุเจริญ (2560) ศึกษาหาปัจจัยที่มีผลในการตัดสินใจให้บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จ่ายเป็นเงินปันผล (Dividend) หรือใช้เงินสดนั้นซื้อหุ้นสามัญกลับคืนมา (Stock Repurchase) โดยรวบรวมตัวแปรจากทฤษฎีต่างๆ ที่เกี่ยวข้อง ผลการศึกษาพบว่าปัจจัยที่มี

ความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการจ่ายเงินปันผล ได้แก่ อายุของกิจการ และขนาดของกิจการ ผลการศึกษาพบอีกว่าปัจจัยที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการซื้อหุ้นคืน ได้แก่ ขนาดของกิจการ ส่วนผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลและการซื้อหุ้นคืนพบว่า บริษัทที่อยู่ในกลุ่ม SET100 และ SET50 พบว่าบริษัททั้ง 2 กลุ่ม มีการพิจารณาการจ่ายเงินปันผลควบคู่ไปกับการซื้อหุ้นคืน แต่หากทำการทดสอบโดยรวมทุกบริษัททั้งตลาดหลักทรัพย์แล้วจะไม่พบความสัมพันธ์ดังกล่าว

รัฐยา ส่งสุข และ ธนกร สังฆะรมย์ (2565) วิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ของกลุ่มธุรกิจพลังงานและสาธารณูปโภคในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่ามีอัตราส่วนที่มีความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินและอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์มีจำนวน 3 อัตราส่วน ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราการหมุนเวียนของลูกหนี้ (ART) โดยมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 ในทิศทางเดียวกัน และอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (TAT) โดยมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 ในทิศทางตรงกันข้าม กับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์

ศรัญญา สิงห์วะราช (2562) ศึกษาถึงอิทธิพลของอัตราส่วนทางการเงินด้านประสิทธิภาพการดำเนินงาน พบว่า อัตราส่วนทางการเงินที่มีอิทธิพลและมีความสัมพันธ์กับความสามารถในการทำกำไร คืออัตราส่วนความสามารถในการชำระหนี้และอัตราส่วนสมรรถภาพในการดำเนินงาน โดยพบว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์มีอิทธิพลและมีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนกำไรขั้นต้น อัตราส่วนความสามารถในการชำระดอกเบี้ยมีอิทธิพลและมีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนกำไรสุทธิ และอัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์ อัตราส่วนการหมุนเวียนของสินค้าคงเหลือ มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนกำไรสุทธิ อัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวมมีอิทธิพลและมีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนกำไรขั้นต้นและอัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์

### บทที่ 3

#### วิธีดำเนินการวิจัย

วัตถุประสงค์ของการศึกษาในบทนี้เพื่อต้องการศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่างงบกระแสเงินสดและมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สำหรับบริษัทที่มีรอบระยะเวลาบัญชีสิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม ปี พ.ศ.2559 - 2565 ข้อมูลที่นำมาใช้ในการศึกษาจะเป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) โดยใช้ข้อมูลจากงบการเงิน หมายเหตุประกอบงบการเงิน ซึ่งเก็บจากเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และระบบข้อมูลตลาดหลักทรัพย์ออนไลน์ (SETSMART) โดยมีวิธีดำเนินการวิจัยดังต่อไปนี้

1. ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง
2. การเก็บรวบรวมข้อมูล
3. ตัวแปรและการวัดค่าตัวแปร
4. สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

#### ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ในการศึกษา คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมต่าง ๆ ได้แก่ กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง กลุ่มทรัพยากร กลุ่มบริการ และกลุ่มเทคโนโลยี เนื่องด้วยกลุ่มอุตสาหกรรมดังกล่าวมีอายุ ขนาดกิจการ รายได้ รวมถึงการใช้สินทรัพย์ในการดำเนินงาน ซึ่งเป็นตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา โดยพิจารณาข้อมูลเป็นรายปี และใช้ข้อมูลจากฐาน SETSMART ซึ่งทำการศึกษาข้อมูล 7 ปีย้อนหลัง ตั้งแต่ปี พ.ศ.2559 - 2565 ประกอบไปด้วยข้อมูลจากงบการเงิน หมายเหตุประกอบงบการเงิน รายงานประจำปี และข้อมูลในแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ซึ่งเป็นข้อมูลประเภททุติยภูมิ (Secondary Data) ที่ใช้ในการศึกษาในครั้งนี้

การคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ทดสอบจะใช้วิธีการเลือกกลุ่มตัวอย่างที่เข้าตามหลักเกณฑ์ดังต่อไปนี้

1. เป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. เป็นบริษัทที่มีข้อมูลครบถ้วนทางด้านการเงินครบ 7 ปี ย้อนหลัง คือ ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2559 - 2565 และมีรอบระยะเวลาบัญชีที่สิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม

3. เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทุกกลุ่มอุตสาหกรรมซึ่งยกเว้น บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน กลุ่มอุตสาหกรรมฟื้นฟู กองทุนรวม ทรัสต์เพื่อการลงทุน เนื่องจากกลุ่มบริษัทเหล่านี้มีความแตกต่างจากกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น ๆ อย่างมีสาระสำคัญ รวมถึงมีเกณฑ์ปฏิบัติและมีการกำกับดูแลโดยเฉพาะอยู่แล้ว

#### การเก็บรวบรวมข้อมูล

การศึกษานี้ผู้วิจัยทำการเก็บรวบรวมข้อมูลแบบทุติยภูมิ (Secondary Data) จากข้อมูลทางบัญชีของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ.2559 - 2565 โดยทำการเก็บจากแหล่งที่มาของข้อมูลดังต่อไปนี้

1. งบการเงินของแต่ละกิจการ
2. หมายเหตุประกอบงบการเงิน
3. รายงานประจำปี
4. แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1)
5. เว็บไซต์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

#### แบบจำลองที่ใช้ในการวิจัย

แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างงบกระแสเงินสดกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เขียนเป็นสมการได้ดังนี้

$$\text{แบบจำลองที่ 1 Tobin's } Q = \beta_0 + \beta_1 \text{OperatingSales}_{it} + \beta_2 \text{InvestingTACA}_{it} + \beta_3 \text{FinancingLDTE}_{it} + \beta_4 \text{CR}_{it} + \beta_5 \text{DR}_{it} + \beta_6 \text{TAT}_{it} + \beta_7 \text{ROA}_{it} + \beta_8 \text{Log\_FirmSize}_{it} + \beta_9 \text{Log\_FirmAge}_{it} + \beta_{10} \text{IND1}_{it} + \beta_{11} \text{IND2}_{it} + \beta_{12} \text{IND3}_{it} + \beta_{13} \text{IND5}_{it} + \beta_{14} \text{IND6}_{it} + \beta_{15} \text{IND7}_{it} + \epsilon_{it}$$

$$\text{แบบจำลองที่ 2 Tobin's } Q = \beta_0 + \beta_1 \text{Operatingdummy}_{it} + \beta_2 \text{Investingdummy}_{it} + \beta_3 \text{Financingdummy}_{it} + \beta_4 \text{CR}_{it} + \beta_5 \text{DR}_{it} + \beta_6 \text{TAT}_{it} + \beta_7 \text{ROA}_{it} + \beta_8 \text{Log\_FirmSize}_{it} + \beta_9 \text{Log\_FirmAge}_{it} + \beta_{10} \text{IND1}_{it} + \beta_{11} \text{IND2}_{it} + \beta_{12} \text{IND3}_{it} + \beta_{13} \text{IND5}_{it} + \beta_{14} \text{IND6}_{it} + \beta_{15} \text{IND7}_{it} + \epsilon_{it}$$

## โดยที่

Tobin's Q	แทน	มูลค่ากิจการ (Tobin's Q) ของบริษัท $i$ ในปีที่ $t$
OperatingSales <sub>it</sub>	แทน	กระแสเงินสดเข้าจากกิจกรรมดำเนินงานต่อยอดขาย (Operating/Sales) ของบริษัท $i$ ในปีที่ $t$
InvestingTACA <sub>it</sub>	แทน	กระแสเงินสดออกจากกิจกรรมลงทุนต่อสินทรัพย์รวมซึ่งไม่รวมสินทรัพย์หมุนเวียน (Investing/(TA-CA)) ของบริษัท $i$ ในปีที่ $t$
FinancingLDTE <sub>it</sub>	แทน	กระแสเงินสดเข้าจากกิจกรรมจัดหาเงินต่อผลรวมของหนี้สินระยะยาว และส่วนของผู้ถือหุ้น (Financing/(LD+TE)) ของบริษัท $i$ ในปีที่ $t$
Operatingdummy <sub>it</sub>	แทน	ค่ากิจกรรมดำเนินงานสมมติที่เป็นบวกของบริษัท $i$ ในปีที่ $t$
Investingdummy <sub>it</sub>	แทน	ค่ากิจกรรมลงทุนสมมติที่เป็นลบของบริษัท $i$ ในปีที่ $t$
Financingdummy <sub>it</sub>	แทน	ค่ากิจกรรมจัดหาเงินสมมติที่เป็นบวกของบริษัท $i$ ในปีที่ $t$
CR <sub>it</sub>	แทน	อัตราส่วนทุนหมุนเวียน (Current Ratio) ของบริษัท $i$ ในปีที่ $t$
DR <sub>it</sub>	แทน	อัตราส่วนหนี้สิน (Debt Ratio) ของบริษัท $i$ ในปีที่ $t$
TAT <sub>it</sub>	แทน	อัตราส่วนหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (Total Asset Turnover) ของบริษัท $i$ ในปีที่ $t$
ROA <sub>it</sub>	แทน	อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Asset: ROA) ของบริษัท $i$ ในปีที่ $t$
Log_FirmSize <sub>it</sub>	แทน	ขนาดของกิจการ (Firm Size) (อยู่ในรูป LOG10) ของบริษัท $i$ ในปีที่ $t$
Log_FirmAge <sub>it</sub>	แทน	อายุของกิจการ (Firm Age) (อยู่ในรูป LOG10) ของบริษัท $i$ ในปีที่ $t$
IND1 <sub>it</sub>	แทน	อุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารของบริษัท $i$ ในปีที่ $t$
IND2 <sub>it</sub>	แทน	อุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคของบริษัท $i$ ในปีที่ $t$
IND3 <sub>it</sub>	แทน	อุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรมของบริษัท $i$ ในปีที่ $t$
IND5 <sub>it</sub>	แทน	อุตสาหกรรมทรัพยากรของบริษัท $i$ ในปีที่ $t$
IND6 <sub>it</sub>	แทน	อุตสาหกรรมบริการของบริษัท $i$ ในปีที่ $t$
IND7 <sub>it</sub>	แทน	อุตสาหกรรมเทคโนโลยีของบริษัท $i$ ในปีที่ $t$
$\epsilon_{it}$	แทน	ค่าความคลาดเคลื่อนของบริษัท $i$ ในปีที่ $t$

สำหรับตัวแปรควบคุมอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง IND4 ให้แทนค่าเป็น 0 ทั้งหมด ซึ่งเป็นการแสดงค่าของบริษัทที่ไม่ได้อยู่ในอุตสาหกรรมอื่นๆ นอกจากอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง

### ตัวแปรและการวัดค่าตัวแปร

สำหรับงานวิจัยนี้เป็นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างงบกระแสเงินสดและมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเป็นการศึกษาช่วงปี พ.ศ.2559 - 2565 ตัวแปรที่ศึกษาในครั้งนี้ประกอบด้วย ตัวแปรตาม ตัวแปรอิสระ และตัวแปรควบคุม ดังนี้

1. ตัวแปรตาม (Dependent Variables) คือ มูลค่ากิจการ (Tobin's Q) โดยคำนวณมูลค่าทางการตลาดขององค์กรจากผลรวมของมูลค่าทางการตลาดของหุ้นสามัญ (ผลคูณของราคาตลาดของหุ้นสามัญและจำนวนหุ้นที่อยู่ในมือผู้ถือหุ้น) มูลค่าทางการตลาดของหุ้นบุริมสิทธิ (มูลค่าไถ่ถอนของหุ้นบุริมสิทธิ) และมูลค่าทางการตลาดของหนี้สิน (มูลค่าตามบัญชีของหนี้สินหมุนเวียนสุทธิจากสินทรัพย์หมุนเวียน และมูลค่าตามบัญชีของหนี้สินระยะยาว) และใช้มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์แทนราคาเปลี่ยนแปลงแทนของสินทรัพย์ เป็นการคำนวณ Tobin's Q ตามแนวทางของ Chung and Pruitt (1994) ซึ่งได้ปรับสูตรในการคำนวณให้ง่ายขึ้น โดยแสดงการคำนวณได้ดังนี้

$$\text{Tobin's Q} = \frac{(\text{MVS} + \text{MVP} + \text{D})}{\text{TA}}$$

โดยที่	MVS	=	มูลค่าทางการตลาดของหุ้นสามัญ คำนวณจาก (ราคาตลาดของหุ้นสามัญ x จำนวนหุ้นที่อยู่ในมือผู้ถือหุ้น)
	MVP	=	มูลค่าทางการตลาดของหุ้นบุริมสิทธิ เท่ากับ มูลค่าไถ่ถอนของหุ้นบุริมสิทธิ
	D	=	มูลค่าทางการตลาดของหนี้สิน คำนวณจาก (AVCL - AVCA) + AVLTD โดยที่
	AVCL	=	มูลค่าตามบัญชีของหนี้สินหมุนเวียน
	AVCA	=	มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์หมุนเวียน
	AVLTD	=	มูลค่าตามบัญชีของหนี้สินระยะยาว
	TA	=	สินทรัพย์รวมของกิจการ

## 2. ตัวแปรอิสระ (Independent Variables) ประกอบด้วย

2.1  $OperatingSales_{it}$  วัดจาก อัตราส่วนระหว่างกระแสเงินสดเข้าจากกิจกรรมดำเนินงานต่อยอดขาย (Sales)/(Operating/Sales) โดยมีสูตรการคำนวณดังนี้

$$\frac{\text{กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน}}{\text{ยอดขาย}}$$

ยอดขาย

2.2  $InvestingTACA_{it}$  วัดจาก อัตราส่วนระหว่างกระแสเงินสดออกจากกิจกรรมลงทุนต่อสินทรัพย์รวม (Total assets) ซึ่งไม่รวมสินทรัพย์หมุนเวียน (Current assets)/(Investing/(TA-CA)) โดยมีสูตรการคำนวณดังนี้

$$\frac{\text{กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน}}{\text{สินทรัพย์รวม} - \text{สินทรัพย์หมุนเวียน}}$$

2.3  $FinancingLDTE_{it}$  วัดจาก อัตราส่วนระหว่างกระแสเงินสดเข้าจากกิจกรรมจัดหาเงินต่อผลรวมของหนี้สินระยะยาว (Long term debt) และส่วนของผู้ถือหุ้น (Total equity)/(Financing/(LD+TE)) โดยมีสูตรการคำนวณดังนี้

$$\frac{\text{กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน}}{\text{หนี้สินระยะยาว} + \text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}}$$

2.4  $Operatingdummy_{it}$  วัดจาก ค่ากิจกรรมดำเนินงานสมมติที่เป็นบวก โดยการวัดค่ากำหนดได้ดังนี้

กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานเป็นบวก	มีค่าเป็น 1
กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานเป็นลบ	มีค่าเป็น 0

2.5  $Investingdummy_{it}$  วัดจาก ค่ากิจกรรมลงทุนสมมติที่เป็นลบ โดยการวัดค่ากำหนดได้ดังนี้

กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนเป็นลบ	มีค่าเป็น 1
กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนเป็นบวก	มีค่าเป็น 0

2.6  $Financingdummy_{it}$  วัดจาก ค่ากิจกรรมจัดหาเงินสมมติที่เป็นบวก โดยการวัดค่ากำหนดได้ดังนี้

กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินเป็นบวก	มีค่าเป็น 1
กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินเป็นลบ	มีค่าเป็น 0

### 3. ตัวแปรควบคุม (Control Variables) ประกอบด้วย

3.1 CR คือ อัตราส่วนทุนหมุนเวียน (Current Ratio) หรืออัตราส่วนสภาพคล่อง บ่งบอกถึงสภาพคล่องของกิจการในการที่จะชำระหนี้ระยะสั้นหากอัตราส่วนนี้มีค่าน้อยกว่า 1 หมายความว่ากิจการมีหนี้สินหมุนเวียนมากกว่าสินทรัพย์หมุนเวียนทำให้อาจมีปัญหาในการชำระหนี้ระยะสั้นได้ หากอัตราส่วนนี้มีมากกว่า 1 แสดงว่ากิจการมีสินทรัพย์หมุนเวียนมากพอที่จะชำระหนี้ระยะสั้น แต่หากมีค่าสูงกว่า 1 มาก ๆ อาจหมายถึงประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ของกิจการไม่ดีพอ โดยคำนวณจาก

$$\text{Current Ratio} = \frac{\text{สินทรัพย์หมุนเวียน (Current Assets)}}{\text{หนี้สินหมุนเวียน (Current Liabilities)}}$$

3.2 DR คือ อัตราส่วนหนี้สิน (Debt Ratio) หมายถึง อัตราส่วนที่แสดงโครงสร้างเงินทุนของกิจการถ้าอัตราสูงค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมมากแสดงว่ากิจการมีหนี้สินมากไม่เป็นผลดีต่อกิจการ ทำให้ขาดสภาพคล่องในการดำเนินงานได้ รวมถึงเป็นอัตราส่วนที่บ่งบอกว่ากิจการมีการกู้ยืมเงินเป็นสัดส่วนเท่าไรต่อสินทรัพย์รวม ซึ่งอัตราส่วนนี้จะมีผลต่อการปล่อยกู้ของเจ้าหนี้ด้วย โดยคำนวณจาก

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

3.3 TAT คือ อัตราส่วนหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (Total Asset Turnover) เป็นอัตราส่วน ที่แสดงถึงความสามารถในการใช้ประโยชน์จากสินทรัพย์ทั้งหมดที่กิจการมี หากค่าที่ได้ ยิ่งสูงจะแสดงถึงการมีประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ที่กิจการมีอยู่ได้ดี กิจการไม่จำเป็นต้องใช้สินทรัพย์มากในการขยายกิจการ หากค่าที่ได้ต่ำกิจการอาจใช้ทรัพย์สินที่มีอยู่อย่างไม่เต็มที่ หรือ เป็นกิจการที่จำเป็นต้องลงทุนสูงเพื่อดำเนินกิจการ โดยคำนวณจาก

$$\text{Total Asset Turnover} = \frac{\text{ยอดขาย (Sales)}}{\text{สินทรัพย์รวม (Total Assets)}}$$

3.4 ROA คือ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Asset: ROA) เป็นอัตราส่วนที่บ่งบอกว่าบริษัททำกำไรได้มากน้อยเท่าไรเมื่อเทียบกับสินทรัพย์รวมของบริษัทนั้น หากค่าที่ได้ยิ่งสูงจะบ่งบอกว่าบริษัทสามารถนำสินทรัพย์ไปสร้างกำไรสุทธิได้มาก ซึ่งแสดงให้เห็นถึงความมีประสิทธิภาพของบริษัท โดยคำนวณจาก

$$\text{Return on Asset: ROA} = \frac{\text{กำไรสุทธิ (Net Profit)}}{\text{สินทรัพย์รวม (Total Assets)}}$$

3.5 Log\_FirmSize คือ ขนาดของกิจการ (Firm Size) วัดจากค่าลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม เนื่องจากปริมาณของสินทรัพย์รวมแต่ละกิจการในแต่ละประเภทอุตสาหกรรมมีความแตกต่างกัน จากงานวิจัยที่ผ่านมาพบว่า ความสัมพันธ์ของขนาดของกิจการต่อมูลค่ากิจการนั้นยังมีความขัดแย้งกัน จากการศึกษาของ Agrawal and Knoeber (1996) และ Lins (2003) รวมทั้งการศึกษาของ Rountree et al. (2008) พบว่า ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางลบต่อมูลค่ากิจการแต่ในทางกลับกัน Job (2003) พบว่า ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกต่อมูลค่ากิจการ โดยบริษัทที่มีขนาดของกิจการสูงจะมีมูลค่ากิจการซึ่งวัดโดยอัตราส่วนมูลค่าตามราคาตลาดของกิจการต่อมูลค่าทางบัญชี (Price to Book Ratio) ของกิจการที่ต่ำ โดยกัญญาวิรี ทิพย์ระกาญจน์ (2559) พบว่าขนาดของกิจการไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ โดยคำนวณจาก

$$\text{Log\_FirmSize} = \text{LOG10 (Total assets)}$$

3.6 Log\_FirmAge คือ อายุของกิจการ (Firm Age) วัดจากค่าลอการิทึมธรรมชาติของอายุกิจการจากจำนวนปีที่ผ่านมาตั้งแต่เริ่มก่อตั้ง

$$\text{Log\_FirmAge} = \text{LOG10 (Age)}$$

3.7 IND คือ กลุ่มอุตสาหกรรม (Industry Group) ประเภทธุรกิจมีลักษณะการดำเนินงานที่แตกต่างกันจึงต้องให้ความสำคัญ เพื่อทดสอบถึงความแตกต่างกันระหว่างประเภทธุรกิจ โดยแบ่งตามการแบ่งกลุ่มอุตสาหกรรมของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยออกเป็น 7 กลุ่ม ได้แก่ กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (Agro and Food Industry) กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (Consumer Products) กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (Industrials) กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (Property and Construction) กลุ่มทรัพยากร (Resources) กลุ่มบริการ (Services) และกลุ่มเทคโนโลยี (Technology) โดยสมมติค่าให้แต่ละกลุ่มของตัวแปร ซึ่งใช้ตัวแปรดัมมี่ (Dummy Variable) เป็นเครื่องมือ ดังนี้

กลุ่มอุตสาหกรรม	ตัวแปรหุ่น
IND1	= 1 เมื่ออยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร = 0 เมื่ออยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น
IND2	= 1 เมื่ออยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค

	= 0 เมื่ออยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น
IND3	= 1 เมื่ออยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม = 0 เมื่ออยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น
IND5	= 1 เมื่ออยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร = 0 เมื่ออยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น
IND6	= 1 เมื่ออยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ = 0 เมื่ออยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น
IND7	= 1 เมื่ออยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี = 0 เมื่ออยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น

สำหรับ IND4 กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ให้แทนค่าเป็น 0 ทั้งหมด ซึ่งเป็นการแสดงค่าของบริษัทที่ไม่ได้อยู่ในอุตสาหกรรมอื่นๆ นอกจากกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง

### สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

เมื่อผู้วิจัยทำการเก็บรวบรวมข้อมูลเรียบร้อยแล้ว จะนำข้อมูลที่ได้มาประมวลผลโดยใช้โปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติ และใช้วิธีการทางสถิติในการวิเคราะห์ข้อมูล ดังนี้

#### 1. การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

เป็นการวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติในขั้นพื้นฐานของตัวแปรที่ผู้วิจัยเก็บรวบรวมเพื่อศึกษา ใช้อธิบาย บรรยาย หรือสรุป ลักษณะของกลุ่มข้อมูลที่เป็นตัวเลขที่เก็บรวบรวมมา อธิบายให้เห็นถึงภาพรวมทั่วไปของข้อมูล และลักษณะการแจกแจงค่าสถิติเบื้องต้น เพื่อให้เข้าใจในลักษณะของข้อมูลที่จะศึกษามากยิ่งขึ้น โดยจะแสดงเป็นข้อมูลสรุปของ

ค่าเฉลี่ย (Mean) คือ ค่าที่คำนวณจากการนำผลรวมของข้อมูลทั้งหมดหารด้วยจำนวนข้อมูลทั้งหมด

ค่ามัธยฐาน (Median) คือ ค่าของข้อมูลที่อยู่ตรงกลางของข้อมูลทั้งหมดที่ได้นำมาเรียงลำดับจากน้อยไปหามาก

ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) คือ ค่าที่ใช้วัดการกระจายของข้อมูล เป็นการวัดการกระจายทางสถิติที่เป็นปกติทั่วไป ใช้เปรียบเทียบว่าค่าต่าง ๆ ในชุดข้อมูลมีการกระจายตัวออกไปมากน้อยเท่าใด หากข้อมูลส่วนใหญ่อยู่ใกล้ค่าเฉลี่ยมาก ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานก็จะมีค่าน้อย ในทางกลับกันถ้าข้อมูลแต่ละจุดอยู่ห่างไกลจากค่าเฉลี่ยเป็นส่วนมาก ค่าเบี่ยงเบน

มาตรฐานก็จะมีค่ามากตาม และเมื่อข้อมูลทุกตัวมีค่าเท่ากันหมด ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานจะมีค่าเท่ากับ ศูนย์ นั่นหมายถึงข้อมูลไม่มีการกระจายตัว

ค่าต่ำสุด (Minimum) คือ ค่าที่น้อยที่สุด เมื่อนำข้อมูลมาเรียงลำดับจากน้อยไปหามาก และ ค่าสูงสุด (Maximum) คือ ค่าที่มากที่สุด เมื่อนำข้อมูลมาเรียงลำดับจากน้อยไปหามาก

## 2. การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics)

เป็นสถิติที่ศึกษาจากข้อมูลกลุ่มตัวอย่างแล้วนำผลการทดสอบอ้างอิงไปยังกลุ่มประชากรหรือค่าพารามิเตอร์ ซึ่งเป็นการทดสอบว่าข้อมูลที่รวบรวมมาสอดคล้องหรือขัดแย้งกับสมมติฐานทางสถิติที่ตั้งไว้หรือไม่ โดยงานวิจัยนี้จะใช้สถิติเชิงอนุมาน 3 ประเภท คือ การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ การวิเคราะห์การถดถอย และการใช้ตัวแปรอิสระเชิงคุณภาพในตัวแบบการถดถอย ดังนี้

การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ เป็นการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตั้งแต่สองตัวแปรขึ้นไป ซึ่งเป็นวิธีที่ถูกนำไปใช้อย่างแพร่หลายทั้งในด้านธุรกิจและเศรษฐศาสตร์ เช่น สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient) ที่คำนวณจากข้อมูลตัวอย่างเป็นค่าที่ใช้วัดขนาดและทิศทางของความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงระหว่างตัวแปรเชิงปริมาณสองตัวแปร โดยมีสัญลักษณ์คือ  $r$  ซึ่งในทางสถิติจะมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์อยู่หลายชนิดด้วยกัน ในการศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยได้เลือกใช้สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (Pearson product moment correlation coefficient) โดยคุณสมบัติของสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์,  $r$  มีดังนี้

1.  $r$  จะมีค่าได้ตั้งแต่  $-1$  ถึง  $+1$
2. ถ้า  $r$  เป็นบวก หมายความว่า ตัวแปรสองตัวมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกัน (Positive correlation)
3. ถ้า  $r$  เป็นลบ หมายความว่า ตัวแปรสองตัวมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้าม (Negative correlation)
4. ถ้า  $r = 0$  หมายความว่า ตัวแปรสองตัวนั้น ไม่มีความสัมพันธ์กัน หรือความสัมพันธ์ของตัวแปรสองตัวนั้น ไม่ใช่เส้นตรง (Zero correlation)

การวิเคราะห์การถดถอย เป็นวิธีเชิงสถิติที่ใช้ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร 2 ชนิด คือ ตัวแปรตาม (Dependent variable,  $y$ ) และตัวแปรอิสระ (Independent variable,  $x$ ) โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อหารูปแบบของความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร 2 ชนิดนี้ ซึ่งเรียกว่าตัวแบบการถดถอย (Regression model) และสร้างสมการถดถอย (Regression equation) จากรูปแบบนี้แล้วนำสมการถดถอยที่ได้ไปใช้ในการทำนายหรือประมาณค่าของตัวแปรตามที่จะเกิดขึ้นในอนาคตจากค่าของตัวแปรอิสระที่กำหนด เพื่อประโยชน์ในการวางแผนและการจัดการที่เหมาะสม ในการ

วิเคราะห์การถดถอยตัวแปรอิสระสามารถมีได้ตั้งแต่หนึ่งตัวเป็นต้นไป หากมีตัวแปรอิสระมากกว่าหนึ่งตัวแปรจะเรียกว่า การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple regression analysis)

การใช้ตัวแปรอิสระเชิงคุณภาพในตัวแบบการถดถอย ในการวิเคราะห์การถดถอย จะเห็นได้ว่าตัวแปรอิสระในสมการถดถอยเป็นตัวแปรเชิงปริมาณและอยู่ในระดับอัตราส่วนทั้งสิ้น อย่างไรก็ตามในหลาย ๆ สถานการณ์จะพบว่าต้องการใช้ตัวแปรเชิงคุณภาพ เช่น กลุ่มอุตสาหกรรมเป็นตัวแปรอิสระ เนื่องจากตัวแปรอิสระเป็นตัวแปรเชิงคุณภาพที่ไม่ได้มีค่าเป็นตัวเลขอย่างแท้จริง แต่มีคุณสมบัติในการแบ่งประชากรหรือตัวอย่างเป็นกลุ่ม ๆ จึงไม่สามารถนำมาคำนวณค่าสถิติใด ๆ ได้ ดังนั้นหากต้องการใช้ตัวแปรประเภทนี้ในสมการถดถอย จึงจำเป็นต้องมีการสมมติค่าให้กับแต่ละกลุ่มของตัวแปรเหล่านี้ โดยเทคนิคการใช้ตัวแปรหุ่น (Dummy variable)

โดยในการศึกษาครั้งนี้จะทำการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณ (Quantitative Analysis) โดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) จากแหล่งต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องเพื่อทำการศึกษาและประมวลผล เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างงบกระแสเงินสดและมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การพยากรณ์มูลค่ากิจการโดยใช้ Tobin's Q ซึ่งเป็นค่าของมูลค่ากิจการหรือตัวแปรตามในงานวิจัยนี้เป็นตัววัดผล ทั้งนี้ โครงการวิจัยดังกล่าวได้รับการรับรองพิจารณาจริยธรรมการวิจัยในมนุษย์แล้วว่าไม่ได้ทำการศึกษาวิจัยในมนุษย์ให้ดำเนินการวิจัยได้ ตามหนังสือที่ อว 8100/05923 ลงวันที่ 7 มิถุนายน พ.ศ.2564



### การวิเคราะห์ทางสถิติเชิงพรรณนา

การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) เป็นการอธิบายถึงข้อมูลทางสถิติในขั้นพื้นฐานของตัวแปรที่ผู้วิจัยเก็บรวบรวมเพื่อศึกษา ประกอบด้วย ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่ามัธยฐาน (Median) ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ค่าต่ำสุด (Minimum) และค่าสูงสุด (Maximum) ผลการวิเคราะห์แสดงรายละเอียด ดังตารางที่ 2

ตารางที่ 2 ค่าสถิติพื้นฐานของตัวแปรที่นำมาศึกษา

ตัวแปร	N	ค่าเฉลี่ย	ค่ามัธยฐาน	ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด
TobinsQ	2597	1.064	.699	1.9189	-.3	59.3
OperatingSales	2597	-.200	.098	33.4062	-1517.1	770.9
InvestingTACA	2597	-.073	-.059	.5089	-9.6	16.7
FinancingLDTE	2597	-.028	-.035	.1703	-2.8	.8
CR	2597	2.927	1.590	7.3794	.1	216.1
DR	2597	.428	.435	.2084	.0	1.0
TAT	2597	.795	.670	.6586	0.0	6.4
ROA	2597	.034	.033	.0881	-1.5	.6
Log_FirmSize	2597	6.856	6.754	.6860	5.2	9.5
Log_FirmAge	2597	1.244	1.362	.2567	-.2	1.6

โดยที่

TobinsQ	แทน	มูลค่ากิจการ (Tobin's Q)
OperatingSales	แทน	กระแสเงินสดเข้าจากกิจกรรมดำเนินงานต่อยอดขาย (Operating/Sales)
InvestingTACA	แทน	กระแสเงินสดออกจากกิจกรรมลงทุนต่อสินทรัพย์รวม ซึ่งไม่รวมสินทรัพย์หมุนเวียน (Investing/(TA-CA))
FinancingLDTE	แทน	กระแสเงินสดเข้าจากกิจกรรมจัดหาเงินต่อผลรวมของหนี้สินระยะยาว และส่วนของผู้ถือหุ้น (Financing/(LD+TE))
CR	แทน	อัตราส่วนทุนหมุนเวียน (Current Ratio)
DR	แทน	อัตราส่วนหนี้สิน (Debt Ratio)
TAT	แทน	อัตราส่วนหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (Total Asset Turnover)
ROA	แทน	อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Asset: ROA)

Log_FirmSize	แทน	ขนาดของกิจการ (Firm Size) (อยู่ในรูป LOG10)
Log_FirmAge	แทน	อายุของกิจการ (Firm Age) (อยู่ในรูป LOG10)

จากตารางที่ 2 แสดงรายละเอียดผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรตามและตัวแปรอิสระที่ใช้ในการศึกษา โดยสามารถอธิบายข้อมูลสถิติพื้นฐานของตัวแปรได้ ดังนี้

1. มูลค่ากิจการ (Tobin's Q) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากจำนวนกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด 2,597 ปีบริษัท (Firm-year) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.064 เท่า ค่ามัธยฐานเท่ากับ 0.699 เท่า ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 1.9189 เท่า โดยพบว่ามูลค่ากิจการ มีค่าต่ำสุดเท่ากับ -0.3 เท่า และค่าสูงสุดเท่ากับ 59.3 เท่า

2. กระแสเงินสดเข้าจากกิจกรรมดำเนินงานต่อยอดขาย (Operating/Sales) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ -0.200 ค่ามัธยฐานเท่ากับ 0.098 ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 33.4062 โดยพบว่ากระแสเงินสดเข้าจากกิจกรรมดำเนินงานต่อยอดขาย มีค่าต่ำสุดเท่ากับ -1517.1 และค่าสูงสุดเท่ากับ 770.9

3. กระแสเงินสดออกจากกิจกรรมลงทุนต่อสินทรัพย์รวมซึ่งไม่รวมสินทรัพย์หมุนเวียน (Investing/(TA-CA)) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ -0.073 ค่ามัธยฐานเท่ากับ -0.059 ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.5089 โดยพบว่ากระแสเงินสดออกจากกิจกรรมลงทุนต่อสินทรัพย์รวมซึ่งไม่รวมสินทรัพย์หมุนเวียน มีค่าต่ำสุดเท่ากับ -9.6 และค่าสูงสุดเท่ากับ 16.7

4. กระแสเงินสดเข้าจากกิจกรรมจัดหาเงินต่อผลรวมของหนี้สินระยะยาว และส่วนของผู้ถือหุ้น (Financing/(LD+TE)) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ -0.028 ค่ามัธยฐานเท่ากับ -0.035 ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.1703 โดยพบว่ากระแสเงินสดเข้าจากกิจกรรมจัดหาเงินต่อผลรวมของหนี้สินระยะยาว และส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่าต่ำสุดเท่ากับ -2.8 และค่าสูงสุดเท่ากับ 0.8

5. อัตราส่วนทุนหมุนเวียน (Current Ratio) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 2.927 เท่า ค่ามัธยฐานเท่ากับ 1.590 เท่า ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 7.3794 เท่า โดยมีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.1 เท่า และค่าสูงสุดเท่ากับ 216.1 เท่า

6. อัตราส่วนหนี้สิน (Debt Ratio) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.428 เท่า ค่ามัธยฐานเท่ากับ 0.435 เท่า ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.2084 เท่า โดยมีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.0 เท่า และค่าสูงสุดเท่ากับ 1.0 เท่า

7. อัตราส่วนหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (Total Asset Turnover) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.795 เท่า ค่ามัธยฐานเท่ากับ 0.670 เท่า ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.6586 เท่า โดยมีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.0 เท่า และค่าสูงสุดเท่ากับ 6.4 เท่า

8. อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Asset: ROA) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 0.034 ค่ามัธยฐานเท่ากับร้อยละ 0.033 ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับร้อยละ 0.0881 โดยมีค่าต่ำสุดเท่ากับร้อยละ -1.5 และค่าสูงสุดเท่ากับร้อยละ 0.6

9. ขนาดของกิจการ (Log\_FirmSize) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 6.856 ค่ามัธยฐานเท่ากับ 6.754 ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.6860 โดยพบว่าขนาดของกิจการ มีค่าต่ำสุดเท่ากับ 5.2 และค่าสูงสุดเท่ากับ 9.5 นั้นหมายถึงบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้น มีความแตกต่างของขนาดกิจการซึ่งวัดมูลค่าด้วยสินทรัพย์ที่แตกต่างกันมาก

10. อายุของกิจการ (Log\_FirmAge) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.244 ค่ามัธยฐานเท่ากับ 1.362 ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.2567 โดยพบว่าอายุของกิจการ มีค่าต่ำสุดเท่ากับ -0.2 และค่าสูงสุดเท่ากับ 1.6

#### การวิเคราะห์ทางสถิติเชิงอนุมาน

การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) เป็นสถิติที่ศึกษาจากข้อมูลกลุ่มตัวอย่างแล้วนำผลการทดสอบอ้างอิงไปยังกลุ่มประชากรหรือค่าพารามิเตอร์ ซึ่งเป็นการทดสอบว่าข้อมูลที่รวบรวมมาสอดคล้องหรือขัดแย้งกับสมมติฐานทางสถิติที่ตั้งไว้หรือไม่ โดยงานวิจัยนี้จะใช้สถิติเชิงอนุมาน ดังนี้

1. ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson's Correlation Coefficient) เป็นหนึ่งในการวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติที่ได้รับความนิยมมากที่สุด โดยเป็นวิธีการวิเคราะห์ข้อมูลซึ่งไว้ใช้แสดงถึงขนาดของความสัมพันธ์ และทิศทางของความสัมพันธ์ระหว่างสองตัวแปรที่วัดด้วยจำนวนจริง (Continuous Variable) ผลการวิเคราะห์ที่แสดงดังตารางที่ 3

ตารางที่ 3 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson's Correlation Coefficient)

	TobinsQ	Operating Sales	Investing TACA	Financing LDTE	CR	DR	TAT	ROA	Log_ FirmSize	Log_ FirmAge	
TobinsQ	Correlation	1									
	Sig. (2-tailed)	.									
Operating	Correlation	.022	1								
	Sig. (2-tailed)	.264	.								
Investing	Correlation	-.030	-.001	1							
	Sig. (2-tailed)	.124	.963	.							
TACA	Correlation	-.072 <sup>**</sup>	-.032	-.076 <sup>**</sup>	1						
	Sig. (2-tailed)	.000	.108	.000	.						
LDTE	Correlation	-.040 <sup>*</sup>	-.102 <sup>**</sup>	.023	-.009	1					
	Sig. (2-tailed)	.043	.000	.243	.634	.					
DR	Correlation	-.046 <sup>*</sup>	.013	-.026	.150 <sup>**</sup>	-.330 <sup>**</sup>	1				
	Sig. (2-tailed)	.018	.523	.194	.000	.000	.				
TAT	Correlation	.070 <sup>**</sup>	.007	-.060 <sup>**</sup>	-.109 <sup>**</sup>	-.081 <sup>**</sup>	.081 <sup>**</sup>	1			
	Sig. (2-tailed)	.000	.724	.002	.000	.000	.000	.			
ROA	Correlation	.180 <sup>**</sup>	.029	-.017	-.114 <sup>**</sup>	-.030	-.216 <sup>**</sup>	.260 <sup>**</sup>	1		
	Sig. (2-tailed)	.000	.143	.382	.000	.122	.000	.000	.		
Log_ FirmSize	Correlation	-.036	.021	-.022	.074 <sup>**</sup>	-.183 <sup>**</sup>	.445 <sup>**</sup>	-.077 <sup>**</sup>	.119 <sup>**</sup>	1	
	Sig. (2-tailed)	.068	.277	.256	.000	.000	.000	.000	.	.	
Log_ FirmAge	Correlation	-.129 <sup>**</sup>	-.005	.048 <sup>*</sup>	-.044 <sup>*</sup>	.032	-.009	-.037	-.077 <sup>**</sup>	.016	1
	Sig. (2-tailed)	.000	.816	.014	.025	.102	.648	.057	.000	.405	.

\*\*ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 \*ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05

จากตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระทั้งหมด ประกอบด้วย กระแสเงินสดเข้าจากกิจกรรมดำเนินงานต่อยอดขาย (Operating/Sales) กระแสเงินสดออกจากกิจกรรมลงทุนต่อสินทรัพย์รวมซึ่งไม่รวมสินทรัพย์หมุนเวียน (Investing/(TA-CA)) กระแสเงินสดเข้าจากกิจกรรมจัดหาเงินต่อผลรวมของหนี้สินระยะยาว และส่วนของผู้ถือหุ้น (Financing/(LD+TE)) และตัวแปรควบคุม ประกอบด้วย อัตราส่วนทุนหมุนเวียน (Current Ratio) อัตราส่วนหนี้สิน (Debt Ratio) อัตราส่วนหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (Total Asset Turnover) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Asset: ROA) ขนาดของกิจการ (Log\_FirmSize) และ อายุของกิจการ (Log\_FirmAge) พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (r) ของตัวแปรอิสระแต่ละคู่มีค่า อยู่ระหว่าง -0.330 ถึง 0.445 ซึ่งไม่มีตัวแปรอิสระใดๆ ที่ใช้ในการศึกษามีค่าเกินกว่า 0.80 และน้อยกว่า -0.80 แสดงให้เห็นว่า ไม่เกิดความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระด้วยกันเอง ดังนั้น ไม่เกิด ปัญหา Multicollinearity

ดังนั้น ผู้วิจัยจะทำการทดสอบความสัมพันธ์กัน โดยใช้ค่า Tolerance และค่า Variance Inflation Factor (VIF) ซึ่งจะอยู่ในส่วนของการทดสอบเงื่อนไขของการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple regression analysis) ในหัวข้อถัดไป

2. การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple regression analysis) ในการศึกษา ความสัมพันธ์ของงบกระแสเงินสดที่มีต่อมูลค่ากิจการ จะใช้วิธีการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ ซึ่ง จำเป็นต้องมีการทดสอบความเหมาะสมของข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์เพื่อให้ผลการวิเคราะห์มีความ น่าเชื่อถือมากยิ่งขึ้น ซึ่งผู้วิจัยจะทำการทดสอบข้อมูลของตัวแปรที่ใช้ในการวิเคราะห์ เพื่อ ทดสอบสมมติฐาน ดังนี้

การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างงบกระแสเงินสดกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถเขียนแบบจำลองได้ดังนี้

$$\text{แบบจำลองที่ 1 Tobin's } Q = \beta_0 + \beta_1 \text{OperatingSales}_{it} + \beta_2 \text{InvestingTACA}_{it} + \beta_3 \text{FinancingLDTE}_{it} + \beta_4 \text{CR}_{it} + \beta_5 \text{DR}_{it} + \beta_6 \text{TAT}_{it} + \beta_7 \text{ROA}_{it} + \beta_8 \text{Log\_FirmSize}_{it} + \beta_9 \text{Log\_FirmAge}_{it} + \beta_{10} \text{IND1}_{it} + \beta_{11} \text{IND2}_{it} + \beta_{12} \text{IND3}_{it} + \beta_{13} \text{IND5}_{it} + \beta_{14} \text{IND6}_{it} + \beta_{15} \text{IND7}_{it} + \epsilon_{it}$$

สมมติฐานที่ 1 กระแสเงินสดเข้าจากกิจกรรมดำเนินงานต่อยอดขาย (กิจกรรมดำเนินงาน/ยอดขาย (Operating/Sales)) กระแสเงินสดออกจากกิจกรรมลงทุนต่อสินทรัพย์รวมซึ่งไม่รวมสินทรัพย์หมุนเวียน (กิจกรรมลงทุน/(TA-CA) (Investing/(TA-CA))) กระแสเงินสดเข้าจากกิจกรรมจัดหาเงินต่อผลรวมของหนี้สินระยะยาวและส่วนของผู้ถือหุ้น (กิจกรรมจัดหาเงิน/

(LD+TE) (Financing/(LD+TE))) มีความสัมพันธ์ทางบวกกับมูลค่ากิจการ ผลการวิเคราะห์แสดงดัง  
ตารางที่ 4

ตารางที่ 4 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดกับมูลค่ากิจการ

	B	Std. Error	t	Sig.	Tolerance	VIF
(Constant)	3.094	.453	6.836	.000		
OperatingSales	.000	.001	.431	.666	.985	1.015
InvestingTACA	-.082	.070	-1.172	.241	.985	1.015
FinancingLDTE	-.587	.214	-2.742	.006**	.948	1.054
CR	-.005	.005	-.891	.373	.861	1.161
DR	.143	.223	.639	.523	.582	1.718
TAT	.011	.062	.186	.852	.761	1.313
ROA	3.630	.458	7.925	.000**	.773	1.293
Log_FirmSize	-.217	.064	-3.381	.001**	.648	1.544
Log_FirmAge	-.870	.141	-6.191	.000**	.969	1.032
IND1	.621	.135	4.599	.000**	.648	1.542
IND2	-.143	.157	-.915	.360	.691	1.447
IND3	-.218	.124	-1.762	.078	.557	1.795
IND5	.260	.140	1.858	.063	.698	1.433
IND6	1.058	.112	9.477	.000**	.588	1.702
IND7	.654	.148	4.405	.000**	.747	1.338
R Square		0.116				
Adjusted R Square		0.111				

\*\*ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 \*ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05

จากตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดกับมูลค่ากิจการ สามารถวิเคราะห์ข้อมูลได้ ดังนี้

ทดสอบความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดเข้าจากกิจกรรมดำเนินงานต่อยอดขาย (Operating/Sales) กับมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) พบว่า มีระดับนัยสำคัญของค่าสถิติ (p-value) เท่ากับ 0.666 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 (Sig = 0.666 > 0.05) แสดงให้เห็นว่ากระแสเงินสดเข้าจากกิจกรรมดำเนินงานต่อยอดขาย ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ กระแสเงินสดออกจากกิจกรรมลงทุนต่อสินทรัพย์รวมซึ่งไม่รวมสินทรัพย์หมุนเวียน (Investing/(TA-CA))

กับมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) พบว่า มีระดับนัยสำคัญของค่าสถิติ (p-value) เท่ากับ 0.241 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 (Sig = 0.241 > 0.05) แสดงให้เห็นว่ากระแสเงินสดออกจากกิจกรรมลงทุนต่อสินทรัพย์รวมซึ่งไม่รวมสินทรัพย์หมุนเวียน ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ และกระแสเงินสดเข้าจากกิจกรรมจัดหาเงินต่อผลรวมของหนี้สินระยะยาวและส่วนของผู้ถือหุ้น (Financing/(LD+TE)) กับมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) พบว่า มีระดับนัยสำคัญของค่าสถิติ (p-value) เท่ากับ 0.006 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.01 (Sig = 0.006 < 0.01) แสดงให้เห็นว่ากระแสเงินสดเข้าจากกิจกรรมจัดหาเงินต่อผลรวมของหนี้สินระยะยาวและส่วนของผู้ถือหุ้น มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ

สรุปผลการวิเคราะห์กระแสเงินสดเข้าจากกิจกรรมดำเนินงานต่อยอดขาย (Operating/Sales) และกระแสเงินสดออกจากกิจกรรมลงทุนต่อสินทรัพย์รวมซึ่งไม่รวมสินทรัพย์หมุนเวียน (Investing/(TA-CA)) ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ มีเพียงกระแสเงินสดเข้าจากกิจกรรมจัดหาเงินต่อผลรวมของหนี้สินระยะยาวและส่วนของผู้ถือหุ้น (Financing/(LD+TE)) ที่มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้น จึงไม่สนับสนุนสมมติฐานงานวิจัยที่ 1

นอกจากนี้จากการวิเคราะห์ข้อมูลตัวแปรควบคุม พบว่า อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) อุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (IND1) อุตสาหกรรมบริการ (IND6) และอุตสาหกรรมเทคโนโลยี (IND7) มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการในทิศทางบวก ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 ซึ่งขนาดของกิจการ (Log\_FirmSize) และอายุของกิจการ (Log\_FirmAge) มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการในทิศทางลบ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 โดยอัตราส่วนทุนหมุนเวียน (CR) อัตราส่วนหนี้สิน (DR) อัตราส่วนหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (TAT) อุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (IND2) อุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม (IND3) และอุตสาหกรรมทรัพยากร (IND5) ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อมูลค่ากิจการ

$$\text{แบบจำลองที่ 2 Tobin's } Q = \beta_0 + \beta_1 \text{Operatingdummy}_{it} + \beta_2 \text{Investingdummy}_{it} + \beta_3 \text{Financingdummy}_{it} + \beta_4 \text{CR}_{it} + \beta_5 \text{DR}_{it} + \beta_6 \text{TAT}_{it} + \beta_7 \text{ROA}_{it} + \beta_8 \text{Log\_FirmSize}_{it} + \beta_9 \text{Log\_FirmAge}_{it} + \beta_{10} \text{IND1}_{it} + \beta_{11} \text{IND2}_{it} + \beta_{12} \text{IND3}_{it} + \beta_{13} \text{IND5}_{it} + \beta_{14} \text{IND6}_{it} + \beta_{15} \text{IND7}_{it} + \epsilon_{it}$$

สมมติฐานที่ 2 ค่ากิจกรรมดำเนินงานสมมติที่เป็นบวก ค่ากิจกรรมลงทุนสมมติที่เป็นลบ และค่ากิจกรรมจัดหาเงินสมมติที่เป็นบวก มีความสัมพันธ์ทางบวกกับมูลค่ากิจการ ผลการวิเคราะห์แสดงดังตารางที่ 5

ตารางที่ 5 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างค่ากิจกรรมสมมติกับมูลค่ากิจการ

	B	Std. Error	t	Sig.	Tolerance	VIF
(Constant)	3.058	.456	6.706	.000		
Operatingdummy	.059	.105	.566	.571	.729	1.373
Investingdummy	.104	.095	1.098	.272	.872	1.147
Financingdummy	.001	.090	.007	.994	.708	1.412
CR	-.005	.005	-.992	.322	.861	1.161
DR	.048	.228	.212	.832	.559	1.789
TAT	.026	.062	.414	.679	.761	1.314
ROA	3.607	.467	7.720	.000**	.745	1.342
Log_FirmSize	-.225	.065	-3.471	.001**	.638	1.568
Log_FirmAge	-.850	.141	-6.029	.000**	.965	1.036
IND1	.605	.136	4.455	.000**	.643	1.554
IND2	-.156	.157	-.996	.319	.690	1.449
IND3	-.239	.124	-1.925	.054	.554	1.804
IND5	.244	.140	1.736	.083	.696	1.436
IND6	1.043	.112	9.278	.000**	.581	1.721
IND7	.655	.149	4.413	.000**	.748	1.337
R Square		0.114				
Adjusted R Square		0.109				

\*\*ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 \*ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05

จากตารางที่ 5 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างค่ากิจกรรมสมมติกับมูลค่ากิจการ สามารถวิเคราะห์ข้อมูลได้ ดังนี้

ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างค่ากิจกรรมดำเนินงานสมมติ (Operating dummy) ที่เป็นบวกกับมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) พบว่า มีระดับนัยสำคัญของค่าสถิติ (p-value) เท่ากับ 0.571 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 (Sig = 0.571 > 0.05) แสดงให้เห็นว่าค่ากิจกรรมดำเนินงานสมมติที่เป็นบวก ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ ค่ากิจกรรมลงทุนสมมติ (Investing dummy) ที่เป็นลบกับมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) พบว่า มีระดับนัยสำคัญของค่าสถิติ (p-value) เท่ากับ 0.272 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 (Sig = 0.272 > 0.05) แสดงให้เห็นว่าค่ากิจกรรมลงทุนสมมติที่เป็นลบ ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ และค่ากิจกรรมจัดหาเงิน

สมมติ (Financing dummy) ที่เป็นบวกกับมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) พบว่า มีระดับนัยสำคัญของค่าสถิติ (p-value) เท่ากับ 0.994 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 (Sig = 0.994 > 0.05) แสดงให้เห็นว่าค่ากิจกรรมจัดหาเงินสมมติที่เป็นบวก ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ

สรุปผลการวิเคราะห์ค่ากิจกรรมดำเนินงานสมมติ (Operating dummy) ที่เป็นบวก ค่ากิจกรรมลงทุนสมมติ (Investing dummy) ที่เป็นลบ และค่ากิจกรรมจัดหาเงินสมมติ (Financing dummy) ที่เป็นบวก ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้น จึงไม่สนับสนุนสมมติฐานงานวิจัยที่ 2

นอกจากนี้จากการวิเคราะห์ข้อมูลตัวแปรควบคุม พบว่า อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) อุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (IND1) อุตสาหกรรมบริการ (IND6) และอุตสาหกรรมเทคโนโลยี (IND7) มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการในทิศทางบวก ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 ซึ่งขนาดของกิจการ (Log\_FirmSize) และอายุของกิจการ (Log\_FirmAge) มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการในทิศทางลบ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 โดยอัตราส่วนทุนหมุนเวียน (CR) อัตราส่วนหนี้สิน (DR) อัตราส่วนหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (TAT) อุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (IND2) อุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม (IND3) และอุตสาหกรรมทรัพยากร (IND5) ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อมูลค่ากิจการ

### สรุปผลการทดสอบสมมติฐานงานวิจัย แสดงดังตารางที่ 6

ตารางที่ 6 สรุปผลการทดสอบสมมติฐานงานวิจัย

สมมติฐานงานวิจัย	ผลการทดสอบ
สมมติฐานที่ 1 กระแสเงินสดเข้าจากกิจกรรมดำเนินงานต่อยอดขาย (กิจกรรมดำเนินงาน/ยอดขาย หรือ (Operating/Sales)) กระแสเงินสดออกจากกิจกรรมลงทุนต่อสินทรัพย์รวมซึ่งไม่รวมสินทรัพย์หมุนเวียน (กิจกรรมลงทุน/(TA-CA) หรือ (Investing/(TA-CA))) กระแสเงินสดเข้าจากกิจกรรมจัดหาเงินต่อผลรวมของหนี้สินระยะยาวและส่วนของผู้ถือหุ้น (กิจกรรมจัดหาเงิน/(LD+TE) หรือ (Financing/(LD+TE))) มีความสัมพันธ์ทางบวกกับมูลค่ากิจการ	ไม่สนับสนุน
สมมติฐานที่ 2 ค่ากิจกรรมดำเนินงานสมมติที่เป็นบวก ค่ากิจกรรมลงทุนสมมติที่เป็นลบ และค่ากิจกรรมจัดหาเงินสมมติที่เป็นบวก มีความสัมพันธ์ทางบวกกับมูลค่ากิจการ	ไม่สนับสนุน

## บทที่ 5

### สรุปผล อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

งานวิจัยในครั้งนี้ผู้วิจัยได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างงบกระแสเงินสดกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยมีวัตถุประสงค์ในการศึกษาความสัมพันธ์ของงบกระแสเงินสด ประกอบด้วย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน ยอดขาย สินทรัพย์ หนี้สิน และส่วนของผู้ถือหุ้น ที่มีต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือไม่ เพื่อให้ นักลงทุนวิเคราะห์ข้อมูลประกอบการตัดสินใจลงทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพ และแม่นยำมากยิ่งขึ้น การทำวิจัยครั้งนี้เป็นการเก็บข้อมูลจากแหล่งทุติยภูมิซึ่งเป็นการเก็บรวบรวมข้อมูลทางการเงินประจำปี ของแต่ละบริษัทที่อยู่ในเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และระบบข้อมูลตลาดหลักทรัพย์ออนไลน์ (SETSMART) ในช่วงปี พ.ศ.2559 - 2565 รวม 7 ปี จำนวนกลุ่มตัวอย่าง 2,597 บริษัท ภายหลังจากการเก็บข้อมูลทั้งหมด ได้นำมาวิเคราะห์ผลด้วยสถิติเชิงพรรณนา ซึ่งเป็นการวิเคราะห์ข้อมูลพื้นฐานของตัวแปรที่ใช้ในการทำวิจัย เช่น ค่าเฉลี่ย ค่ามัธยฐาน ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าต่ำสุด และค่าสูงสุด รวมถึงการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมานโดยใช้สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ การใช้ตัวแปรอิสระเชิงคุณภาพในแบบการถดถอยด้วยเทคนิคการใช้ตัวแปรหุ่น ในการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามและสมมติฐานการวิจัย โดยมีประเด็นในการนำเสนอ ดังนี้

#### สรุปผลการวิจัย

จากการศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ของงบกระแสเงินสดที่มีต่อมูลค่ากิจการ หลักฐานเชิงประจักษ์บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยในตัวแปรอิสระที่ใช้งานวิจัยนี้ ประกอบด้วย กระแสเงินสดเข้าจากกิจกรรมดำเนินงานต่อยอดขาย (Operating/Sales) กระแสเงินสดออกจากกิจกรรมลงทุนต่อสินทรัพย์รวมซึ่งไม่รวมสินทรัพย์หมุนเวียน (Investing/(TA-CA) และ กระแสเงินสดเข้าจากกิจกรรมจัดหาเงิน ต่อผลรวมของหนี้สินระยะยาวและส่วนของผู้ถือหุ้น (Financing/(LD+TE) ตัวแปรตาม ได้แก่ มูลค่ากิจการ (Tobin's Q) ตามแนวทางของ Chung and Pruitt (1994) ตัวแปรควบคุม ประกอบด้วย อัตราส่วนทุนหมุนเวียน (Current Ratio) อัตราส่วนหนี้สิน (Debt Ratio) อัตราส่วนหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (Total Asset Turnover) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Asset: ROA) ขนาดของกิจการ (Firm Size) อายุของกิจการ (Firm Age) และกลุ่มอุตสาหกรรม (Industry group) จากการศึกษาสามารถสรุปผลการวิจัยได้ ดังนี้

ความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน และกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับมูลค่ากิจการ

ผลการวิจัยแสดงให้เห็นว่า กระแสเงินสดเข้าจากกิจกรรมดำเนินงานต่อยอดขาย (Operating/Sales) และกระแสเงินสดออกจากกิจกรรมลงทุนต่อสินทรัพย์รวมซึ่งไม่รวมสินทรัพย์หมุนเวียน (Investing/(TA-CA) ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนกระแสเงินสดเข้าจากกิจกรรมจัดหาเงินต่อผลรวมของหนี้สินระยะยาวและส่วนของผู้ถือหุ้น (Financing/(LD+TE) มีความสัมพันธ์ในทิศทางลบกับมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับนัยสำคัญที่ 0.01 นอกจากนี้ยังพบว่าปัจจัยด้านตัวแปรควบคุม ได้แก่ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Asset: ROA) อุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (IND1) อุตสาหกรรมบริการ (IND6) และอุตสาหกรรมเทคโนโลยี (IND7) มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยขนาดของกิจการ (Log\_FirmSize) และอายุของกิจการ (Log\_FirmAge) มีความสัมพันธ์ในทิศทางลบกับมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ทั้งนี้ อัตราส่วนทุนหมุนเวียน (Current Ratio) อัตราส่วนหนี้สิน (Debt Ratio) อัตราส่วนหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (Total Asset Turnover) อุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (IND2) อุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม (IND3) และอุตสาหกรรมทรัพยากร (IND5) ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อมูลค่ากิจการ

ความสัมพันธ์ของค่ากิจกรรมดำเนินงานสมมติ ค่ากิจกรรมลงทุนสมมติ และค่ากิจกรรมจัดหาเงินสมมติกับมูลค่ากิจการ

ผลการวิจัยแสดงให้เห็นว่า ค่ากิจกรรมดำเนินงานสมมติ (Operating dummy) ที่เป็นบวก ค่ากิจกรรมลงทุนสมมติ (Investing dummy) ที่เป็นลบ และค่ากิจกรรมจัดหาเงินสมมติ (Financing dummy) ที่เป็นบวก ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้ยังพบว่าปัจจัยด้านตัวแปรควบคุม ได้แก่ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Asset: ROA) อุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (IND1) อุตสาหกรรมบริการ (IND6) และอุตสาหกรรมเทคโนโลยี (IND7) มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยขนาดของกิจการ (Log\_FirmSize) และอายุของกิจการ (Log\_FirmAge) มีความสัมพันธ์ในทิศทางลบกับมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ทั้งนี้ อัตราส่วนทุนหมุนเวียน (Current Ratio) อัตราส่วนหนี้สิน (Debt Ratio) อัตราส่วนหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (Total Asset Turnover) อุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (IND2) อุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม (IND3) และอุตสาหกรรมทรัพยากร (IND5) ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อมูลค่ากิจการ

### อภิปรายผลการวิจัย

จากการศึกษาความสัมพันธ์ของงบกระแสเงินสดที่มีต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยตัวแปรอิสระที่ใช้ในการวิจัยนี้ ประกอบด้วย กระแสเงินสดเข้าจากกิจกรรมดำเนินงานต่อยอดขาย กระแสเงินสดออกจากกิจกรรมลงทุนต่อสินทรัพย์รวมซึ่งไม่รวมสินทรัพย์หมุนเวียน และกระแสเงินสดเข้าจากกิจกรรมจัดหาเงินต่อผลรวมของหนี้สินระยะยาวและส่วนของผู้ถือหุ้น โดยมีตัวแปรตามเป็นมูลค่ากิจการ และตัวแปรควบคุมประกอบด้วย อัตราส่วนทุนหมุนเวียน อัตราส่วนหนี้สิน อัตราส่วนหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ขนาดของกิจการ อายุของกิจการ และกลุ่มอุตสาหกรรม จากการศึกษาที่มีประเด็นที่สามารถนำมาอภิปรายได้ ดังนี้

กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน และกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน กับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ผลการศึกษาพบว่า กระแสเงินสดเข้าจากกิจกรรมดำเนินงาน ต่อยอดขาย (Operating/Sales) กระแสเงินสดออกจากกิจกรรมลงทุนต่อสินทรัพย์รวมซึ่งไม่รวมสินทรัพย์หมุนเวียน (Investing/(TA-CA) พบว่าไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และไม่สนับสนุนว่าบริษัทที่มีกระแสเงินสดเข้าจากกิจกรรมดำเนินงานต่อยอดขายซึ่งมีระดับสูงจะส่งผลให้มูลค่ากิจการสูง ซึ่งหากบริษัทที่มีกระแสเงินสดเข้าจากกิจกรรมดำเนินงานต่อยอดขายในระดับที่น้อยอาจไม่ส่งผลให้มูลค่ากิจการของบริษัทลดลงตามเช่นกัน อาจเป็นไปได้ว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานไม่ส่งผลโดยตรงกับมูลค่ากิจการ ซึ่งข้อค้นพบนี้มีความสอดคล้องกับงานวิจัยของ อภิศักดิ์ เจียรสุคนธ์ และคณะ (2560) ที่พบว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าตามราคาตลาด สอดคล้องกับ อมรรรัตน์ ดาวเรือง (2562) ที่พบว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ และสอดคล้องกับงานวิจัยของ ปรานัญญาดา สถาปนรัตน์กุล (2557) ที่ไม่พบความมีอิทธิพลต่อมูลค่าหลักทรัพย์ของกิจกรรมลงทุน เนื่องจากมุมมองของนักลงทุนอาจมองว่าการลงทุนที่เกิดจากการซื้อหรือขายสินทรัพย์ระยะยาวและเงินลงทุน ไม่ถูกจัดอยู่ในรายการเงินสดหรือเทียบเท่าเงินสด ทำให้ไม่ก่อให้เกิดกระแสเงินสดของบริษัท อย่างไรก็ตามผลงานวิจัยดังกล่าวขัดแย้งกับงานวิจัยของ อภิศักดิ์ เจียรสุคนธ์ และคณะ (2560) พบว่ากระแสเงินสดที่เกิดจากกิจกรรมดำเนินงานกับผลกระทบกับมูลค่าตามราคาตลาดมีความสัมพันธ์กันในทิศทางบวก โดยกระแสเงินสดที่เกิดจากกิจกรรมดำเนินงาน แสดงให้เห็นถึงความสามารถในการดำเนินงานของบริษัทในการก่อให้เกิดกระแสเงินสดที่เพียงพอเพื่อจ่ายชำระหนี้เงินกู้ยืม และการดำเนินงานของบริษัท ความสามารถในการจ่ายเงิน

ปันผลและการลงทุนใหม่ ๆ เพื่อเพิ่มมูลค่าให้กับกิจการ และยังขัดแย้งกับงานวิจัยของ วีระวรรณ ศิริพงษ์ และคณะ (2561) พบว่าถ้ากระแสเงินสดในกิจกรรมดำเนินงานเพิ่มขึ้น จะทำให้มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดเพิ่มขึ้น ซึ่งการตัดสินใจของนักลงทุนนั้นจะใช้ข้อมูลเกี่ยวกับความคาดหวังของผลประกอบการและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานที่บริษัทจะก่อให้เกิดรายได้ และแสดงถึงความสามารถในการก่อให้เกิดกระแสเงินสดที่เพียงพอที่จะใช้ในการดำเนินธุรกิจ จึงมีประโยชน์ต่อการตัดสินใจลงทุน

นอกจากนี้พบว่า กระแสเงินสดเข้าจากกิจกรรมจัดหาเงินต่อผลรวมของหนี้สินระยะยาวและส่วนของผู้ถือหุ้น (Financing/(LD+TE) มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) ในทิศทางลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยสามารถอธิบายได้ว่าบริษัทที่มีกระแสเงินสดเข้าจากกิจกรรมจัดหาเงินต่อผลรวมของหนี้สินระยะยาวและส่วนของผู้ถือหุ้น สนับสนุนว่าบริษัทที่มีกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินที่มีระดับน้อยจะส่งผลให้มูลค่ากิจการสูง และบริษัทที่มีกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินที่มีระดับสูงจะส่งผลให้มูลค่ากิจการน้อย จากการศึกษางานวิจัยในอดีต อมรรรัตน์ ดาวเรือง (2562) พบว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ในทิศทางลบ สอดคล้องกับงานวิจัยของ จีระ จันทรชานา (2557) ที่พบความสัมพันธ์ในทิศทางลบ เนื่องจากกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินเกิดจากหนี้สินระยะยาวและระยะสั้นที่มีผลทำให้องค์ประกอบและขนาดของการกู้ยืมและส่วนของผู้ถือหุ้นเกิดการเปลี่ยนแปลง นั่นคือถ้ามีกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินมาก จะทำให้ต้นทุนของบริษัทสูงขึ้นกำไรจะลดลง และทำให้ราคาของหลักทรัพย์ลดลงไปด้วย ในขณะที่วารุณี ใจอารีย์ (2557) พบความสัมพันธ์กับราคาของหลักทรัพย์ในทิศทางลบอย่างมีนัยสำคัญ นั่นคือกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินเป็นข้อมูลที่แสดงถึงแหล่งที่มาของกระแสเงินสด สอดคล้องกับงานวิจัยของ จตุพร กาญจนบุตร (2555) ที่พบว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์ในทิศทางลบกับราคาหลักทรัพย์ แตกต่างจากงานวิจัยของ ธนพรธม ปัญญาเฟื่อง (2558) ที่พบว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์ไปในเชิงบวก กล่าวคือ เมื่อกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินเมื่อมีค่าเพิ่มขึ้นจะมีส่วนทำให้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นตามไปด้วย เมื่อกิจการมีกิจกรรมในการจัดหาเงินเกิดขึ้น เช่น การออกหุ้นเพิ่มทุน การออกหุ้นกู้ และการกู้ยืมเงิน ซึ่งเป็นกระแสเงินสดเข้าทำให้นักลงทุนมองว่า เมื่อกิจการมีการระดมทุน หรือการจัดหาเงินเพื่อที่จะนำไปลงทุนเพิ่มจะก่อให้เกิดกระแสเงินสดเข้าในอนาคตและมีความสามารถในการทำกำไรเพิ่มขึ้น อีกทั้งถ้าการจัดหาเงินนั้นมาจากการกู้ยืมเงินยังแสดงให้เห็นว่ากิจการมีเครดิตที่ดีโดยที่ผู้ให้กู้มีความเชื่อมั่นในการประกอบธุรกิจของกิจการ ส่งผลทำให้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์สูงขึ้นเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินที่เพิ่มขึ้นด้วย

นอกจากนี้จากการศึกษายังพบว่า ปัจจัยด้านตัวแปรควบคุม ได้แก่ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Asset: ROA) อุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (IND1) อุตสาหกรรมบริการ (IND6) และอุตสาหกรรมเทคโนโลยี (IND7) มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับมูลค่ากิจการ นั่นคือ หากบริษัทมีอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์มากแสดงให้เห็นว่าบริษัทมีความสามารถในการนำสินทรัพย์ไปสร้างกำไรสุทธิได้เพิ่มขึ้น บ่งบอกถึงควมมีประสิทธิภาพของบริษัท แต่อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์เป็นเพียงส่วนหนึ่งเท่านั้น อาจต้องใช้อัตราส่วนทางการเงินอื่น ๆ เพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุนด้วย ชัดแย้งกับงานวิจัยของ ภาณุวัฒน์ คณะโต (2560) ที่พบว่าอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ทั้งหมด ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์กลุ่มตัวอย่างหมวดธุรกิจเทคโนโลยีและการสื่อสารเนื่องจากเป็นอัตราส่วนทางการเงินที่อยู่ในการวิเคราะห์ แต่ก็ยังไม่สามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ใด ๆ ได้อย่างมีนัยสำคัญ รวมถึงขนาดของกิจการ (Log\_FirmSize) และอายุของกิจการ (Log\_FirmAge) มีความสัมพันธ์ในทิศทางลบกับมูลค่ากิจการ นั่นคือ หากบริษัทมีขนาดใหญ่ขึ้นอาจไม่ส่งผลให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้นตาม สอดคล้องกับงานวิจัยของ Lemmon and Lins (2003) บริษัทขนาดใหญ่จะมีความสามารถในการก่อหนี้ได้สูงกว่าบริษัทขนาดเล็ก แต่อย่างไรก็ตามหากมีการกู้ยืมเงินมากจนเกินไปก็จะทำให้มูลค่าของบริษัทลดลง อีกทั้งยังบอกได้ว่าหากบริษัทมีอายุของกิจการที่เพิ่มขึ้นอาจไม่ส่งผลให้บริษัทมีมูลค่ากิจการที่มากขึ้นตามไปด้วย สอดคล้องกับงานวิจัยของนิตินันท์ พรหมหันธ์ และคณะ (2562) พบว่าอายุของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วน Tobin's Q รวมทั้งในตัวแปรควบคุม อัตราส่วนหมุนเวียน (Current Ratio) ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อมูลค่ากิจการ ซึ่งขัดแย้งกับงานวิจัยของ ศัสกร สีดา (2561) พบว่า อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันที่ส่งผลต่อมูลค่าตามราคาตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นอัตราส่วนที่ใช้วัดความสามารถในการเรียกเก็บหนี้ทางการค้า โดยหากอัตราส่วนดังกล่าวสูงแสดงถึงควมมีประสิทธิภาพในการแปรลูกหนี้การค้าเป็นเงินสด ส่วนตัวแปรควบคุม อัตราส่วนหนี้สิน (Debt Ratio) ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อมูลค่ากิจการ ขัดแย้งกับวิจัยของ รัมภาภรณ์ อุทัยพัฒนาศักดิ์ (2559) พบว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อมูลค่ากิจการโดยสามารถอธิบายได้ว่า หากกิจการก่อหนี้ผูกพัน โดยการกู้ยืมเงินจากแหล่งเงินทุนภายนอกกิจการจะทำให้กิจการมีต้นทุนของเงินทุนเพิ่มขึ้น

ค่ากิจกรรมดำเนินงานสมมติ ค่ากิจกรรมลงทุนสมมติ และค่ากิจกรรมจัดหาเงินสมมติ กับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ผลการศึกษาพบว่า ค่ากิจกรรมดำเนินงานสมมติ (Operating dummy) ที่เป็นบวก ค่ากิจกรรมลงทุนสมมติ (Investing dummy) ที่เป็นลบ และค่ากิจกรรมจัดหาเงินสมมติ (Financing dummy) ที่เป็นบวก ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ไม่สนับสนุนค่ากิจกรรมดำเนินงานสมมติที่เป็นบวกว่าจะช่วยเพิ่มมูลค่ากิจการ ค่ากิจกรรมลงทุนสมมติที่เป็นลบจะช่วยเพิ่มมูลค่ากิจการ และค่ากิจกรรมจัดหาเงินสมมติที่เป็นบวกจะช่วยเพิ่มมูลค่ากิจการ เนื่องจากค่าสมมติของกระแสเงินสดทั้ง 3 กิจกรรมนั้น เป็นการบอกแค่ทิศทางของกระแสเงินสดซึ่งอาจไม่สะท้อนต่อมูลค่ากิจการ โดยงานวิจัยของ Ni, Huang, Chiang and Liao (2019) พบว่า ค่ากิจกรรมลงทุนสมมติไม่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ แต่มีความสัมพันธ์ในเชิงลบต่อมูลค่ากิจการ ซึ่งชี้ให้เห็นว่ากระแสเงินสดออกจากกิจกรรมลงทุนจะมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับมูลค่ากิจการ นอกจากนี้ ยังพบว่าค่ากิจกรรมดำเนินงานสมมติส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการในเชิงลบ เช่นเดียวกับความสัมพันธ์ระหว่างกิจกรรมดำเนินงาน/ยอดขาย (Operating/Sales) กับมูลค่ากิจการ ในทางกลับกันค่ากิจกรรมจัดหาเงินสมมติส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการในเชิงบวก เช่นเดียวกับความสัมพันธ์ระหว่างกิจกรรมจัดหาเงิน/(LD+TE) หรือ (Financing/(LD+TE)) กับมูลค่ากิจการ

นอกจากนี้จากการศึกษายังพบว่า ปัจจัยด้านตัวแปรควบคุม ได้แก่ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Asset: ROA) อุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (IND1) อุตสาหกรรมบริการ (IND6) และอุตสาหกรรมเทคโนโลยี (IND7) มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับมูลค่ากิจการ นั่นคือ หากบริษัทมีอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์มากแสดงให้เห็นว่าบริษัทมีความสามารถในการนำสินทรัพย์ไปสร้างกำไรสุทธิได้เพิ่มขึ้น บ่งบอกถึงความมีประสิทธิภาพของบริษัท แต่อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์เป็นเพียงส่วนหนึ่งเท่านั้น อาจต้องใช้อัตราส่วนทางการเงินอื่น ๆ เพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุนด้วย รวมถึงขนาดของกิจการ (Log\_FirmSize) และอายุของกิจการ (Log\_FirmAge) มีความสัมพันธ์ในทิศทางลบกับมูลค่ากิจการ นั่นคือ หากบริษัทมีขนาดใหญ่ขึ้นอาจไม่ส่งผลให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้นตาม อีกทั้งยังบอกได้ว่าหากบริษัทมีอายุของกิจการที่เพิ่มขึ้นอาจไม่ส่งผลให้บริษัทมีมูลค่ากิจการที่มากขึ้นตามไปด้วย

จากการทบทวนวรรณกรรมในบทที่ 2 จะเห็นได้ว่ายังไม่มียานศึกษาใดที่ศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างงบกระแสเงินสด ซึ่งแบ่งเป็นกระแสเงินสดเข้าจากกิจกรรมดำเนินงานต่อยอดขาย (กิจกรรมดำเนินงาน/ยอดขาย หรือ (Operating/Sales)) กระแสเงินสดออกจากกิจกรรมลงทุนต่อสินทรัพย์รวมซึ่งไม่รวมสินทรัพย์หมุนเวียน (กิจกรรมลงทุน/(TA-CA) หรือ (Investing/(TA-CA))) และกระแสเงินสดเข้าจากกิจกรรมจัดหาเงินต่อผลรวมของหนี้สินระยะยาวและส่วนของผู้ถือหุ้น (กิจกรรมจัดหาเงิน/(LD+TE) หรือ (Financing/(LD+TE))) กับมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เมื่อประเด็นนี้ไม่ค่อยมี

การศึกษาในงานวิจัยปัจจุบัน ปัญหานี้อาจทำให้กระแสเงินสดเข้าจากกิจกรรมดำเนินงานถูกมองว่าเป็นสัญญาณที่ดีสำหรับกิจการ อย่างไรก็ตาม งานวิจัยนี้ได้แสดงผลที่ขัดแย้งกับความรู้ความเข้าใจอาจเป็นไปได้ว่านักลงทุนหรือผู้ซึ่งบการเงินมิได้ใช้ข้อมูลกระแสเงินสดในการตัดสินใจลงทุนหรือวัดมูลค่าของกิจการ แต่ใช้ข้อมูลอื่นในการวิเคราะห์และตัดสินใจลงทุน เช่น ผลการดำเนินงาน ผลกำไรขาดทุน อัตราการจ่ายเงินปันผล เป็นต้น ดังนั้น นักลงทุนหรือผู้ซึ่งบการเงินควรพิจารณาศึกษาข้อมูลอื่นเพิ่มเติม เพื่อพิจารณามูลค่ากิจการ และพิจารณาถึงคุณลักษณะเฉพาะของแต่ละธุรกิจ รวมถึงแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อที่แตกต่างกัน

### ข้อเสนอแนะ

#### ข้อเสนอแนะสำหรับการนำผลการวิจัยไปใช้

1. สำหรับนักลงทุนที่มีความสนใจจะลงทุน สามารถนำผลที่ได้จากงานวิจัยฉบับนี้ไปใช้เป็นแนวทางในการวิเคราะห์ประกอบการตัดสินใจลงทุน ซึ่งในงานวิจัยนี้ชี้ให้เห็นว่า กระแสเงินสดเข้าจากกิจกรรมจัดหาเงินต่อผลรวมของหนี้สินระยะยาวและส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ทางลบกับมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ กล่าวคือถ้าบริษัทมีการจัดหาเงินสูงขึ้นอาจส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ อย่างไรก็ตามนักลงทุนควรพิจารณาปัจจัยอื่นร่วมด้วย เช่น อัตราเงินเฟ้อ สภาพเศรษฐกิจเมือง ประกอบเพื่อให้เกิดความแม่นยำมากยิ่งขึ้นในการวิเคราะห์ราคาของหลักทรัพย์
2. สำหรับองค์กรอาจนำผลที่ได้จากการวิจัยในครั้งนี้ ไปเป็นแนวทางให้ผู้บริหารนำข้อมูลดังกล่าวไปปรับใช้สำหรับบริหารจัดการกระแสเงินสด เพื่อประโยชน์ในการประเมินมูลค่าและวิเคราะห์วางแผนการลงทุนของบริษัทได้
3. สำหรับนักวิจัยและผู้สนใจศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างงบกระแสเงินสดกับมูลค่ากิจการ สามารถนำผลการวิจัยที่ได้ในครั้งนี้ไปใช้ประโยชน์เป็นแนวทางในการศึกษาต่อยอดกับงานวิจัยอื่นได้

#### ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาครั้งต่อไป

1. ผู้ที่สนใจศึกษาอาจจะศึกษาในกลุ่มอื่น ๆ อาทิ กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน กลุ่มบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ซึ่งเป็นแหล่งระดมทุนของธุรกิจที่มีศักยภาพขนาดกลางและขนาดเล็ก โดยธุรกิจมีแนวโน้มการเจริญเติบโตที่ดีในอนาคต หรือกลุ่มบริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นต้น เพื่อให้ผลการศึกษามีความชัดเจนมากยิ่งขึ้น
2. ผู้วิจัยอาจศึกษาอัตราส่วนทางการเงินด้านอื่น ๆ อาทิ เช่น อัตราส่วนเพื่อการวิเคราะห์ความสามารถในการชำระหนี้ อัตราส่วนเพื่อการวิเคราะห์ความสามารถในการทำกำไร

อัตราส่วนแสดงประสิทธิภาพในการดำเนินงาน เป็นต้น ที่งานวิจัยฉบับนี้ไม่ได้นำมาวิเคราะห์ เพื่อค้นหาปัจจัยที่อาจจะมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ

3. ผู้วิจัยอาจทำการศึกษาโดยแยกเป็นรายอุตสาหกรรม เนื่องจากแต่ละอุตสาหกรรมมีลักษณะที่แตกต่างกันไป ซึ่งอาจทำให้ผลการศึกษาแตกต่างกัน จึงทำให้เกิดประโยชน์และข้อสังเกตใหม่ที่ที่น่าสนใจมากยิ่งขึ้น



บรรณานุกรม



## บรรณานุกรม

- กัญญาวิวีร์ ทิพย์ธนะกาญจน์. (2559). ความผันผวนของกระแสเงินสด ความผันผวนของผลการดำเนินงานต่อมูลค่ากิจการ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ. การค้นคว้าอิสระวิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต, สาขาวิชาการบริหารการเงิน, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- จตุรพร กาญจนบุตร. (2555). ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงาน กิจกรรมลงทุน และกิจกรรมจัดหาเงินกับกำไร (ขาดทุน) สุทธิของธุรกิจสื่อสารไร้สาย. (วิทยานิพนธ์ปริญญาบัญชียามหาบัณฑิต) กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยศรีปทุม.
- จีระ จันทร์ชานนา. (2557). ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและกำไรสุทธิที่มีต่อราคาและผลตอบแทนหลักทรัพย์ กรณีศึกษา กลุ่มธุรกิจการเงินที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (วิทยานิพนธ์ปริญญาบัญชียามหาบัณฑิต). กรุงเทพฯ. มหาวิทยาลัยศรีปทุม
- ด้สกร สีดา. (2561). อัตราส่วนทางการเงินที่มีผลต่อมูลค่าตามราคาตลาดหลักทรัพย์หมวดธุรกิจขนส่งและโลจิสติกส์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. บทความ, สาขาวิชาการเงินและการธนาคาร, คณะบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยรามคำแหง.
- ชนพรรฒ ปัญญาเฟื่อง. (2558). ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์บัญชียามหาบัณฑิต, สาขาการบัญชี, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- นิตินันท์ พรหมหันธ์, ปริญญา ทองเจือเพชร, ปัทมาสน์ เนียมแก้ว, กัญจิราภรณ์ ไพรัตน์, กัทรณิชา สุภัทรชัชวงศ์ และมัทนชัย สุทธิพันธุ์. (2562). ความสัมพันธ์ระหว่างการรายงานแบบบูรณาการต่อมูลค่าของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (กลุ่ม SET100). วารสารวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยราชภัฏเชียงใหม่, 14(2), 112-132.
- ปราณญาดา สถาปนรัตนกุล. (2557). ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรที่มีต่อราคาตลาดของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ. ในการประชุมวิชาการและเสนอผลงานวิจัยระดับชาติ “สร้างสรรค์และพัฒนาเพื่อก้าวหน้าสู่ประชาคมอาเซียน” ครั้งที่ 2 (น.479). นครราชสีมา: วิทยาลัยนครราชสีมา.

- ภาณุวัฒน์ คณะโต. (2560). ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วน TOBIN'S Q กับราคาหลักทรัพย์ของ บริษัทกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยีหมวดธุรกิจเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การค้นคว้าอิสระวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต, สาขาวิชาการเงิน, บัณฑิตวิทยาลัย, มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.
- มโนรา รังสิมารางกูร. (2563 : 39). ความสัมพันธ์ระหว่างทางการเงินกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มธุรกิจพลังงานและสาธารณูปโภค. การค้นคว้าอิสระปริญญาบริหารธุรกิจนวัตกรรมและการบัญชี. บัณฑิตวิทยาลัย: มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต.
- มยุรี สินธุเจริญ. (2560). ความสัมพันธ์ระหว่างอายุของกิจการและขนาดของกิจการที่มีผลต่อการกระจายผลประโยชน์ให้ผู้ถือหุ้นโดยการจ่ายเป็นเงินปันผลหรือซื้อหุ้นคืน = Factors that influence the payout policy. สารนิพนธ์, ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต, วิทยาลัยการจัดการ, มหาวิทยาลัยมหิดล.
- รัฐิยา ส่งสุข และ ธนกร สังขระมย์. (2565). การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ของกลุ่มธุรกิจพลังงานและสาธารณูปโภคในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *Journal of Modern Learning Development*, 7(6), 327-344.
- รัมภาภรณ์ อุทัยพัฒนะศักดิ์. (2559). ความสัมพันธ์ระหว่างการถือครองเงินสดกับมูลค่าของกิจการ: กรณีศึกษาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต (การบริหารการเงิน), คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- วารุณี ใจอารีย์. (2557). ความสัมพันธ์ของข้อมูลงบกระแสเงินสดที่มีต่อราคาหลักทรัพย์บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การประชุมวิชาการและนำเสนอผลงานวิจัยระดับชาติประจำปี 2557 บทบาทของมหาวิทยาลัยเพื่อรับใช้สังคม...จุดเปลี่ยนประเทศไทย (น.682). นครราชสีมา. มหาวิทยาลัยราชภัฏนครราชสีมา.
- วีระวรรณ ศิริพงษ์, กมลรัตน์ สฤษฏีพิรพันธุ์ และมัทนชัย สุทธิพันธุ์. (2561). อิทธิพลของกระแสเงินสดต่อความสามารถในการทำกำไร และมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด กรณีศึกษาตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI). *วารสารมหาวิทยาลัยนราธิวาสราชนครินทร์*, 5(2), 111-120.

- ศรัญญา สิงห์วะราช. (2562). อิทธิพลของอัตราส่วนทางการเงินด้านประสิทธิภาพการดำเนินงานที่ส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET 100 (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ) กรุงเทพมหานคร: มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิตย์.
- อภิศักดิ์ เจียรสุคนธ์. (2558). "การบัญชีสืบสวนที่มีต่อผลการปฏิบัติงานตรวจสอบของเจ้าหน้าที่ตรวจสอบ." การประชุมวิชาการระดับชาติ สาขาบริหารธุรกิจและการบัญชี ครั้งที่ 3 (วันอาทิตย์ที่ 24 พฤษภาคม 2558), คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์: 1-10.
- อมรรัตน์ ดาวเรือง. (2562). ความสัมพันธ์ระหว่างสินทรัพย์ไม่มีตัวตน กระแสเงินสด และผลการดำเนินงานกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *Graduate School Journal*, 13(1), 45-65.
- Acharya, V., Davydenko, S. A., & Strebulaev, I. A. (2012). Cash holdings and credit risk. *Review of Financial Studies*, 25(12), 3572-3609.
- Agrawal, A., & Knoeber, C. R. (1996). Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(3), 377-397.
- Ahmed, K., Hossain, M., & Adams, M. B. (2006). The effects of board composition and board size on the informativeness of annual accounting earnings. *Corporate Governance: An International Review*, 14(5), 418-431.
- Akbar, S., Shah, S. Z. A., & Stark, A. W. (2011). The value relevance of cash flows, current accruals, and non-current accruals in the UK. *International Review of Financial Analysis*, 20(5), 311-319.
- Ammann, M., Oesch, D., & Schmid, M. M. (2011). Corporate governance and firm value: International evidence. *Journal of Empirical Finance*, 18(1), 36-55.
- Artikis, P. G., & Papanastasopoulos, G. A. (2016). Implications of the cash component of earnings for earnings persistence and stock returns. *The British Accounting Review*, 48(2), 117-133.
- Asiri, B. K., & Hameed, S. A. (2014). Financial Ratios and Firm's Value in the Bahrain Bourse, *Research Journal of Finance and Accounting*, 5(7).
- Aziz, A., & Lawson, G. H. (1989). Cash-flow reporting and financial distress models: Testing of hypotheses. *Financial of Management*, 18(1), 55-63.

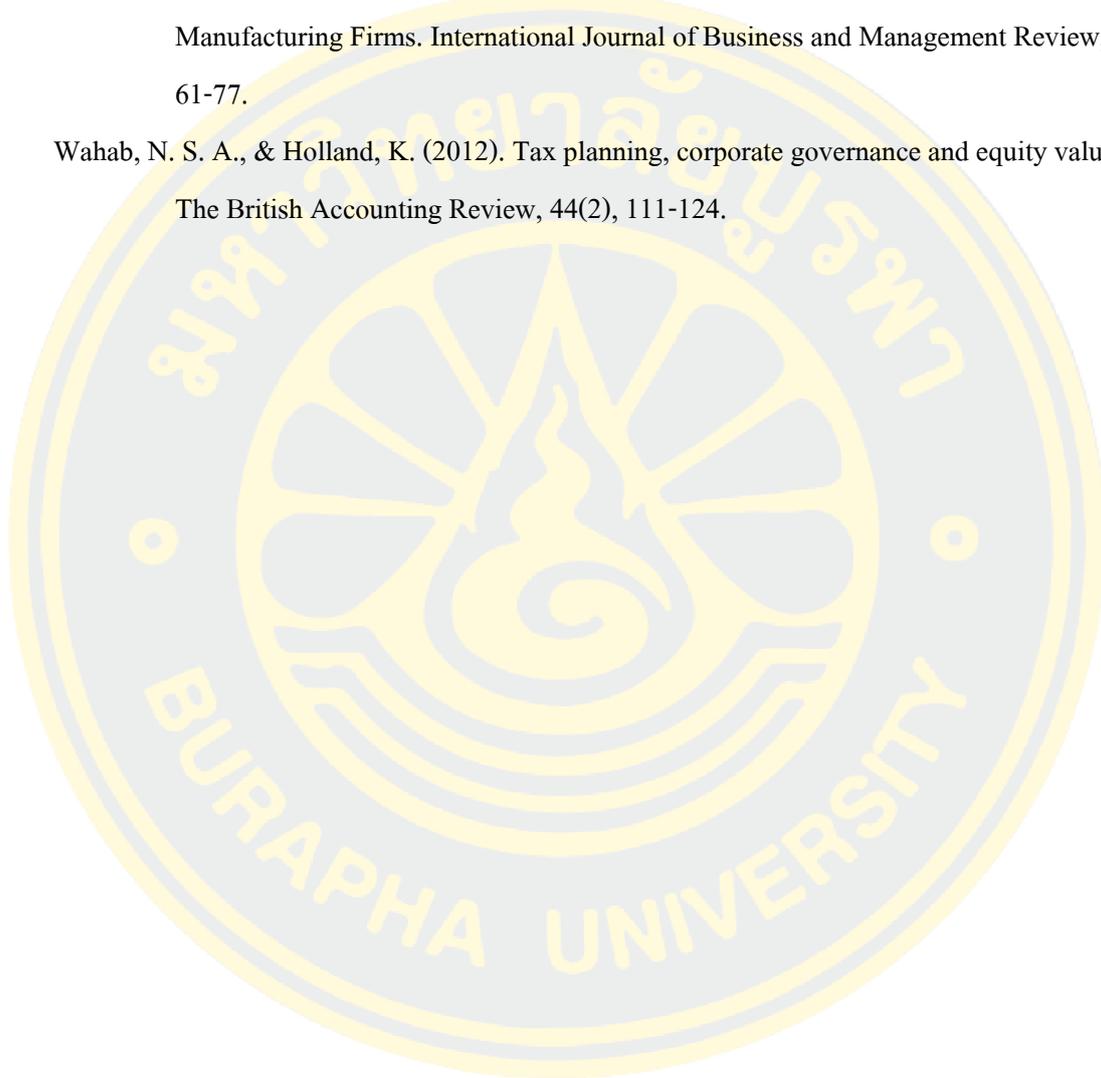
- Aziz, A., Emanuel, D. C., & Lawson, G. H. (1988). Bankruptcy prediction-An investigation of cash-flow based models. *Journal of Management Studies*, 25(5), 419-437.
- Badertscher, B. A., Collins, D. W., & Lys, T. Z. (2012). Discretionary accounting choices and the predictive ability of accruals with respect to future cash flows. *Journal of Accounting and Economics*, 53(1), 330-352.
- Banker, R. D., Byzalov, D., Ciftci, M., & Mashruwala, R. (2014). The moderating effect of prior sales changes on asymmetric cost behavior. *Journal of Management Accounting Research*, 26(2), 221-242.
- Barth, M. E., Cram, D. P., & Nelson, K. K. (2001). Accruals and the prediction of future cash flows. *The Accounting Review*, 76(1), 27-58.
- Barton, J., & Simko, P. J. (2002). The balance sheet as an earnings management constraint. *The Accounting Review*, 77(1), 1-27.
- Barton, J., Hansen, B., & Pownall, G. (2010). Which performance measures do investors around the world value the most – and why? *The Accounting Review*, 85(3), 753-789.
- Beaver, W. H. (1966). Financial ratios as predictors of failure. *Journal of Accounting Research*, 4, 71-127.
- Belo, F., & Lin, X. (2012). The inventory growth spread. *Review of Financial Studies*, 25(1), 278-313.
- Berkman, H., & Bradbury, M. E. (1996). Empirical evidence on the corporate use of derivatives. *Financial Management*, 25(2), 5-13.
- Birajit Mohanty & Shweta Mehrotra. (2018). "Relationship between Liquidity and Profitability: An Exploratory Study of SMEs in India," *Emerging Economy Studies*, International Management Institute, vol. 4(2), pages 169-181, November.
- Black, B., & Kim, W. (2012). The effect of board structure on firm value: A multiple identification strategies approach using Korean data. *Journal of Financial Economics*, 104(1), 203-226.
- Black, B. S., Kim, W., Jang, H., & Park, K. S. (2015). How corporate governance affect firm value? Evidence on a self-dealing channel from a natural experiment in Korea. *Journal of Banking & Finance*, 51, 131-150.

- Block, S. B., & Gallagher, T. J. (1986). The use of interest rate futures and options by corporate financial managers. *Financial Management*, 15(3), 73-78.
- Blum, M. (1974). Failing company discriminant analysis. *Journal of Accounting Research*, 12(1), 1-25.
- Borokhovich, K. A., Brunarski, K. R., Crutchley, C. E., & Simkins, B. J. (2004). Board composition and corporate use of interest rate derivatives. *Journal of Financial Research*, 27(2), 199-216.
- Bowen, R. M., Burgstahler, D., & Daley, L. (1986). Evidence on the relationships between earnings and various measures of cash flow. *The Accounting Review*, 61(4), 713-725.
- Brown, L. D., & Caylor, M. L. (2006). Corporate governance and firm valuation. *Journal of Accounting and Public Policy*, 25(4), 409-434.
- Cai, J., & Zhang, Z. (2011). Leverage change, debt overhang, and stock prices. *Journal of Corporate Finance*, 17(3), 391-402.
- Casey, C. J., & Bartczak, N. J. (1984). Cash-flow – Its not the bottom line. *Harvard Business Review*, 62(4), 61-66.
- Casey, C. J., & Bartczak, N. J. (1985). Using operating cash flow data to predict financial distress: Some extensions. *Journal of Accounting Research*, 23(1), 384-401.
- Chhaochharia, V., & Grinstein, Y. (2007). Corporate governance and firm value: The impact of the 2002 governance rules. *The Journal of Finance*, 62(4), 1789-1825.
- Chung, K. H., & Pruitt, S. W. (1994). A simple approximation of Tobin's q. *Financial Management*, 70-74.
- Damodaran, A. (2011). *Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance*. New Jersey: Wiley Finance.
- Deakin, E. B. (1972). A discriminant analysis of predictors of business failure. *Journal of Accounting Research*, 10(1), 167-179.
- Dechow, P. M., Kothari, S. P., & Watts, R. L. (1988). The relation between earnings and cash flows. *Journal of Accounting and Economics*, 25(2), 133-168.
- De-La-Hoz, M., & Pombo, C. (2015). *Institutional Investors and Firm Valuation: Evidence from Latin America*. Bogota, D. C.: Facultad de Administracion School of Management. Universidad de los Andes.

- Dickinson, V. (2011). Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle. *The Accounting Review*, 86(6), 1969-1994.
- Erik Syawal Alghifari, Sigit Triharjono and Yuyu Siti Juhaeni. (2013). *International Journal of Science and Research*, 2(1), 722-725.
- Gentry, J. A., Newbold, P., & Whitford, D. T. (1985). Classifying bankrupt firms with fund flows complements. *Journal of Accounting Research*, 23(1), 146-160.
- Gentry, J. A., Newbold, P., & Whitford, D. T. (1987). Fund flow components, financial ratios, and bankruptcy. *Journal of Business Finance and Accounting*, 14(1), 595-606.
- Gilbert, L. R., Menon, K., & Schwartz, K. B. (1990). Predicting bankruptcy for firms in financial distress. *Journal of Business Finance and Accounting*, 17(1-2), 161-171.
- Gonzalez, A., & André, P. (2014). Board effectiveness and short-termism. *Journal of Business Finance & Accounting*, 41(1-2), 185-209.
- Greenberg, R. R., Johnson, G. L., & Ramesh, K. (1986). Earnings versus cash flow as a predictor of future cash flow measures. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 1(4), 266-277.
- Haque, F. (2017). The effects of board characteristics and sustainable compensation policy on carbon performance of UK firms. *The British Accounting Review*, 49(3), 347-364.
- Hardwick, P., Adams, M., & Zou, H. (2011). Board characteristics and profit efficiency in the United Kingdom life insurance industry. *Journal of Business Finance & Accounting*, 38(7-8), 987-1015.
- Howe, K. M., He, J., & Kao, G. W. (1992). One-time cash flow announcements and free cash-flow theory: Share repurchases and special dividends. *The Journal of Finance*, 47(5), 1963-1975.
- Institute of Management Accountants. (1997). *Measuring and managing shareholder value creation*, Montvale, NJ: Institute of Management Accountants.
- Jackling, B., & Juhl, S. (2009). Board structure and firm performance: Evidence from India's top companies. *Corporate Governance: An International Review*, 17(4), 492-509.
- Jin, Y., & Jorion, P. (2006). Firm value and hedging: Evidence from U.S. oil and gas producers. *Journal of Finance*, 61(2), 893-919.
- Joh, S. W. (2003). Corporate governance and firm profitability: evidence from Korea before the economic crisis. *Journal of Financial Economics*, 68(2), 287-322.

- Kaplan, S. N., & Zingales, L. (1997). Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints? *The Quarterly Journal of Economics*, 69-215.
- Krishnan, G. V., & Largay, J. A., III. (2000). The predictive ability of direct method cash flow information. *Journal of Business Finance & Accounting*, 27(1-2), 215-245.
- Kumar, K. R., & Krishnan, G. V. (2008). The value-relevance of cash flows and accruals: The role of investment opportunities. *The Accounting Review*, 83(4), 997-1040.
- Laswad, F., & Baskerville, R. F. (2007). An analysis of the value of cash flow statements of New Zealand pension schemes. *The British Accounting Review*, 39(4), 347-355.
- Lemmon, M. L., & Lins, K. V. (2003). Ownership structure, corporate governance, and firm value: Evidence from the East Asian financial crisis. *The Journal of Finance*, 58(4), 1445-1468.
- Lemmon, M., Liu, L. X., Mao, M. Q., & Nini, G. (2014). Securitization and capital structure in nonfinancial firms: An empirical investigation. *The Journal of Finance*, 69(4), 1787-1825.
- Livnat, J., & Zarowin, P. (1990). The incremental information content of cash-flow components. *Journal of Accounting and Economics*, 13(1), 25-46.
- Louis, H., & White, H. (2007). Do managers intentionally use repurchase tender offers to signal private information? Evidence from firm financial reporting behavior. *Journal of Financial Economics*, 85(1), 205-233.
- Martin, J. D., & Petty, J. W. (2000). *Value Based Management: The Corporate Response to the Shareholder Revolution*. Boston, MASS: Harvard Business School.
- McConnell, J. J., & Muscarella, C. J. (1985). Corporate capital expenditure decisions and the market value of the firm. *Journal of Financial Economics*, 14(3), 399-422.
- Ni, Y., & Huang, P. (2015). Do IPOs matter for price limits? Evidence from Taiwan. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 58, 74-83.
- Ni, Y., Huang, P., Chiang, P., & Liao, Y. (2019). Cash flow statements and firm value: Evidence from Taiwan. *The Quarterly Review of Economics and Finance* Volume 71, 280-290.
- Nini, G., Smith, D. C., & Sufi, A. (2012). Creditor control rights, corporate governance, and firm value. *Review of Financial Studies*, 25(6), 1713-1761.
- Rountree, B., Weston, J. P., & Allayannis, G. (2008). Do investors value smooth performance? *Journal of Financial Economics*, 90(3), 237-251.

- Subramanyam, K. R., & Venkatachalam, M. (2007). Earnings, cash flows, and ex-post intrinsic value of equity. *The Accounting Review*, 82(2), 457-481.
- Umobong, A., & Akani, D. (2015). IFRS Adoption and Accounting Quality of Quoted Manufacturing Firms in Nigeria: A Cross-Sectional Study of Brewery and Cement Manufacturing Firms. *International Journal of Business and Management Review*, 3, 61-77.
- Wahab, N. S. A., & Holland, K. (2012). Tax planning, corporate governance and equity value. *The British Accounting Review*, 44(2), 111-124.



## ประวัติย่อของผู้วิจัย

ชื่อ-สกุล	เบญจมาศ วนา
วัน เดือน ปี เกิด	13 มิถุนายน 2534
สถานที่เกิด	จังหวัดชลบุรี
สถานที่อยู่ปัจจุบัน	31/1 หมู่ที่ 6 ตำบลหนองขำคอก อำเภอเมืองชลบุรี จังหวัดชลบุรี 20000
ตำแหน่งและประวัติการทำงาน	นักตรวจสอบภาษีปฏิบัติการ สังกัดสำนักงานสรรพากรพื้นที่ชลบุรี 1
ประวัติการศึกษา	บัญชีบัณฑิต มหาวิทยาลัยหัวเฉียวเฉลิมพระเกียรติ

