

ความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการจัดหาเงินทุนของกิจการ
กับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*

THE RELATIONSHIP BETWEEN CAPABILITIES TO FINANCING
ACTIVITIES AND PERFORMANCE OF LISTED COMPANIES
IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND

สมคิด พินิจ

Somkid Pinij

กนกศักดิ์ สุขวัฒนาสินธิ์

Kanoksak Sukwatanasinit

มหาวิทยาลัยศรีปทุม

Sripatum University, Thailand

E-mail: aefkid12@gmail.com

บทคัดย่อ

บทความฉบับนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการจัดหาเงินทุนของกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ ประชากร คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จาก 8 กลุ่มอุตสาหกรรม คือ เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร เทคโนโลยีทรัพยากร บริการ ธุรกิจการเงิน สินค้าอุตสาหกรรม สินค้าอุปโภคบริโภค และอสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้าง โดยเก็บรวบรวมข้อมูลจากงบการเงินและอัตราส่วนทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีรอบระยะเวลาบัญชีสำหรับปี พ.ศ. 2558 ถึง พ.ศ. 2562 ครบทั้งห้าปี จำนวน 473 บริษัท รวมทั้งสิ้น 2,365 ตัวอย่าง โดยการวิเคราะห์ข้อมูลใช้โปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติด้วยวิธีเชิงพรรณนา (Descriptive statistics) เพื่อวิเคราะห์ข้อมูลค่าสถิติพื้นฐาน ได้แก่ ค่าความถี่และร้อยละ ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน สถิติที่ใช้ในการทดสอบสมมติฐาน ได้แก่ การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ผลการวิจัยพบว่า กระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุน (Equity Offering) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) อัตราผลตอบแทนของส่วนผู้ถือหุ้น (ROE) อัตรากำไรต่อหุ้น (EPS) อัตรากำไรสุทธิ (NPM) อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (DY) ซึ่งได้รับการสนับสนุนทางสถิติอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01 และอัตรากำไรขั้นต้น (GPM) อัตรากำไรจากการดำเนินงาน (OPM)

* Received 25 June 2020; Revised 18 August 2020; Accepted 18 August 2020



ได้รับการสนับสนุนทางสถิติอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐาน และเมื่อหาความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดสุทธิจากเงินเบิกเกินบัญชีและเงินกู้ยืมระยะสั้น เงินกู้ยืมระยะยาว การออกหุ้นกู้ และการออกตั๋วแลกเงิน พบว่าไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนทางการเงินทั้ง 9 อัตราส่วน ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้

คำสำคัญ: ความสามารถในการจัดหาเงินทุน, กระแสเงินสด, ผลการดำเนินงาน, ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Abstract

This research article its objectives are to study the relationship between capabilities to financing activities and performance of listed companies in the Stock Exchange of Thailand (SET). The research methodology is quantitative research from the population, which are listed companies in the Stock Exchange of Thailand from 8 industrial groups, namely Agro and Food Industry, Technology, Resources, Services, Financials, Industrials, Consumer Products, Property and Construction. The population is 473 companies, totaling of 2,365 samples. Data collection from the financial statements and the financial ratios during the year 2015 to 2019 (5 years). An analysis has been completed by a statistic analyzing program to obtain various descriptive statistics such as Frequency, Percentage, Minimum, Maximum, Mean and Standard deviation. The statistics used in hypothesis testing are Multiple Regression Analysis. The results of the research found that net cash from equity offering are negatively correlated with the return on assets, return on equity, earnings per share, net profit margin, dividend yield are supported with statistical significance at the level 0.01 and gross profit margin, operating profit margin are supported with statistical significance at the level 0.05 were follow the hypothesis. Also the results showed that there are not a meaningful relationship between net cash from bank overdrafts and short-term loan borrowings, long-term loan borrowings, debentures, bill of exchange with the financial ratios which does not conform to the hypothesis.

Keywords: Capabilities to Financing Activities, Cash Flow, Performance, The Stock Exchange of Thailand



บทนำ

การจัดหาเงินทุนของกิจการ เป็นหน้าที่สำคัญประการหนึ่งของผู้บริหารทางการเงิน ไม่ว่าจะเป็นการจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายในหรือแหล่งเงินทุนภายนอกกิจการ ซึ่งการจัดหาเงินทุนจากแหล่งต่าง ๆ จะมีต้นทุนด้วยกันทั้งสิ้น นอกจากนั้นผู้บริหารทางการเงินยังต้องประเมินถึงความเสี่ยงที่เกิดขึ้นเนื่องมาจากการดำเนินงานของธุรกิจนั้นโดยตรง และความเสี่ยงทางการเงินที่เกิดขึ้นเนื่องมาจากการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนควบคู่กับการบริหารโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม เพื่อเลือกแหล่งเงินทุนที่มีต้นทุนที่ต่ำที่สุด ถึงแม้ว่าจะมีนักวิชาการหลายท่านที่ได้เสนอทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนเพื่อค้นหาคำตอบดังกล่าว แต่ไม่สามารถให้คำตอบที่สมบูรณ์ได้ว่า ธุรกิจควรจะมีโครงสร้างเงินทุนลักษณะใดจึงจะเหมาะสม แต่ก็สามารถจะบอกได้ว่าธุรกิจควรจะมีสัดส่วนของหนี้สินจำนวนเท่าใด (ฐาปนา ฉินไพศาล, 2550) จากการศึกษาของ Modigliani และ Miller ได้กล่าวถึงมูลค่าของกิจการในกรณีที่บริษัทไม่มีภาษีเงินได้นิติบุคคลและมีภาษีเงินได้นิติบุคคลมาเกี่ยวข้อง โดยกล่าวว่า ในโลกที่ไม่มีภาษีเงินได้นิติบุคคลไม่ว่าบริษัทจะเลือกใช้โครงสร้างเงินทุนแบบใด มูลค่าของกิจการจะไม่เปลี่ยนแปลงเลย หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งว่า การก่อหนี้ในโครงสร้างเงินทุนของกิจการ จะไม่สามารถเพิ่มมูลค่าของกิจการ แต่ในกรณีที่บริษัทมีภาษีเงินได้เกิดขึ้นจะทำให้บริษัทได้รับผลประโยชน์ทางภาษีจากดอกเบี้ยจ่ายที่เกิดจากการจัดหาเงินโดยการกู้ยืม เนื่องจากบริษัทสามารถหักดอกเบี้ยจ่ายก่อนจึงค่อยนำกำไรที่เหลือมาคำนวณเพื่อเสียภาษีเงินได้นิติบุคคลตามอัตราภาษีที่กำหนดของแต่ละประเทศ จึงกล่าวได้ว่าการจัดหาเงินทุนผ่านการกู้ยืมจะมีต้นทุนการเงินน้อยกว่าการออกหุ้นทุนของกิจการ (อาณัติ ลิ้มคเดช, 2561) ต่อมาในปี ค.ศ. 1984 โดย Myers ได้นำเสนอทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking order theory) ซึ่งกล่าวว่า กิจการโดยทั่วไปส่วนใหญ่มักที่จะตัดสินใจจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้นโดยกิจการจะเลือกใช้เงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายในกิจการก่อนเป็นอันดับแรก ซึ่งก็คือกำไรสะสมของกิจการซึ่งได้มาจากการดำเนินงานตามปกติ และกิจการจะเลือกวิธีการจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกกิจการ ก็ต่อเมื่อเงินทุนจากภายในกิจการไม่เพียงพอต่อการดำเนินงานหรือการลงทุนของกิจการ โดยเลือกพิจารณาจัดหาเงินทุนจากการก่อหนี้ก่อน จากนั้นจึงทำการจัดหาเงินทุนจากการออกหุ้นทุนตามลำดับ เนื่องจากต้นทุนในการจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกกิจการนั้นจะสูงกว่าต้นทุนในการจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายในกิจการ (Myers, S. C., 1984) จากการศึกษาของ Myers และ Majluf ยังได้อ้างถึงความไม่สมมาตรของข้อมูล (Asymmetric Information) หรือความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างผู้บริหารของกิจการและนักลงทุน กล่าวคือ ผู้บริหารของกิจการย่อมมีข้อมูลเกี่ยวกับกิจการมากกว่านักลงทุน ด้วยเหตุผลนี้การออกหุ้นเพิ่มทุนของกิจการจึงเป็นการส่งสัญญาณอย่างหนึ่งว่าหุ้นที่กิจการออกนั้นมีราคาสูงเกินกว่ามูลค่าหุ้นที่แท้จริงอยู่ ซึ่งนักลงทุนจะรับรู้ถึงปัญหาค่าความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลดังกล่าว จึงทำให้นักลงทุนให้ความสำคัญกับหุ้นที่ออกมาใหม่ของกิจการนั้นต่ำกว่าที่ควรเป็น และนักลงทุนจะทำการเข้าซื้อก็ต่อเมื่อราคาหุ้นต่ำ



กว่าราคาที่ดินเองประมาณไว้หรือช่วงราคาที่ยอมรับได้ ดังนั้นการออกหุ้นใหม่เพื่อจัดหาเงินทุนของกิจการนั้นจึงถือว่าเป็นสัญญาณเชิงลบต่อมุมมองของนักลงทุน (Myers, S. C. & Majluf, N. S., 1984) นอกจากนั้นหลักฐานเชิงประจักษ์ในประเทศไทยที่เกี่ยวข้องกับการจัดหาเงินทุนของกิจการนั้น บุศรินทร์ บุรณศักดิ์ ได้ทำการทดสอบทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนของโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่ากิจการในประเทศไทยนั้นมีลักษณะการจัดหาเงินทุนตามทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนเมื่อกิจการต้องการเงินลงทุน กิจการจะเลือกใช้เงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายในกิจการก่อนคือกำไรสะสม และถ้ามีความต้องการเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอก กิจการจะเลือกวิธีการก่อหนี้สินเพิ่มขึ้น มากกว่าการออกหุ้นทุน โดยเห็นอย่างชัดเจนในกิจการที่เผชิญปัญหาการเลือกแหล่งเงินทุนที่เหมาะสม (บุศรินทร์ บุรณศักดิ์, 2545) นอกจากนี้จากผลการสำรวจยังพบว่าลักษณะของกิจการในประเทศไทยและทัศนคติของผู้บริหารมีแนวทางเดียวกันกับทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุน กล่าวคือ มีการเลือกการจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายในกิจการหนี้สินจากการกู้ยืม และการออกหุ้นสามัญใหม่ ตามลำดับ ซึ่งเป็นการพิสูจน์ถึงตลาดทุนไทยที่ไม่ได้มีความแตกต่างกันกับตลาดทุนในต่างประเทศเกี่ยวกับลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนของโครงสร้างเงินทุน นอกจากนั้นยังมีนักวิจัยหลายท่านที่ได้ศึกษาเพิ่มเติมจากว่าเมื่อบริษัทมีการจัดหาเงินทุนเพื่อใช้ในการดำเนินงานหรือการลงทุนของกิจการจะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานในอนาคตอย่างไร อาทิ การศึกษาของ Cohen และ Lys ได้ศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างกิจกรรมการจัดหาเงินภายนอก รายการคงค้าง และผลการดำเนินงานของบริษัททั้งในระยะสั้นและระยะยาว ผลการศึกษาพบว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท ทั้งก่อนและหลังกิจกรรมการจัดหาเงิน (Cohen, D. A. & Lys, T. Z., 2006) นอกจากนี้จากการศึกษางานวิจัยของ Jaleh et al. ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกิจกรรมการจัดหาเงินทุนภายนอกและอัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิต่อหุ้นในการประเมินผลทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ تهران พบว่า กิจกรรมทางการเงินมีความสัมพันธ์โดยตรงกับอัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิในปีถัดไป ซึ่งเป็นหลักฐานแสดงให้เห็นว่า กิจกรรมการจัดหาเงินสามารถเพิ่มอัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิต่อหุ้นในปีถัดไป และจากการศึกษาอัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิในระยะเวลา 3 ปีต่อเนื่องกัน พบว่ากิจกรรมการจัดหาเงินไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น ซึ่งแสดงให้เห็นว่า กิจกรรมการจัดหาเงินในระยะสั้นเท่านั้นที่ส่งผลกระทบต่ออัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น (Jaleh, V. H. K. et al., 2013)

จากการทบทวนวรรณกรรมที่กล่าวข้างต้น ผู้วิจัยจึงสนใจที่จะศึกษาถึงความสัมพันธ์ดังกล่าวกับบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เนื่องจากตลาดทุนในแต่ละประเทศมีลักษณะโครงสร้างการกำกับดูแล บทบาท และลักษณะการดำเนินงานแตกต่างจากตลาดทุนไทย อีกทั้งเพื่อเป็นหลักฐานเชิงประจักษ์ถึงประสิทธิภาพและประสิทธิผลในการ



ดำเนินงานของตลาดทุนไทย เพื่อให้ผู้บริหารและนักลงทุนสามารถคาดการณ์ถึงสัญญาณของกระแสเงินสดที่เกิดจากกิจกรรมจัดหาเงิน โดยนำไปใช้ในการวางแผนกลยุทธ์และนโยบายการบริหารโครงสร้างเงินทุน ตลอดจนการวิเคราะห์เพื่อตัดสินใจลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการจัดหาเงินทุนกับผลการดำเนินงานของกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

วิธีดำเนินการวิจัย

1. ขอบเขตเนื้อหาของการวิจัย การศึกษาครั้งนี้มีลักษณะเป็นการการวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Study) ผู้วิจัยได้ใช้การจัดเก็บข้อมูลเชิงสถิติ คือ ข้อมูลจากงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีรอบระยะเวลาบัญชีสำหรับปี พ.ศ. 2558 ถึง พ.ศ. 2562 จำนวน 5 ปี

2. ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง ที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ ประกอบด้วยบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 473 บริษัท (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2562) ที่มีรอบระยะเวลาบัญชีสำหรับปี พ.ศ. 2558 ถึง พ.ศ. 2562 คิดเป็นจำนวน 2,365 ตัวอย่าง โดยผู้วิจัยได้ใช้วิธีเลือกตัวอย่างแบบเฉพาะเจาะจง (Purposive sampling) ซึ่งเลือกตัวอย่างทั้งหมดที่เข้าเงื่อนไขตามที่กำหนด

3. ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย ประกอบด้วย ตัวแปรอิสระ ได้แก่ ความสามารถในการจัดหาเงินทุนของกิจการ โดยพิจารณาจากประเภทของกระแสเงินสดที่เกิดจากกิจกรรมการจัดหาเงิน ประกอบด้วย 1) เงินเบิกเกินบัญชีและเงินกู้ยืมระยะสั้น 2) เงินกู้ยืมระยะยาว 3) การออกหุ้นทุน 4) การออกหุ้นกู้ และ 5) การออกตั๋วแลกเงิน และตัวแปรตาม ได้แก่ ผลการดำเนินงานของกิจการ ซึ่งวัดมูลค่าจากอัตราส่วนทางการเงิน ประกอบด้วย 9 อัตราส่วน ได้แก่ 1) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม 2) อัตราผลตอบแทนของส่วนผู้ถือหุ้น 3) อัตรากำไรต่อหุ้น 4) อัตรากำไรขั้นต้น 5) อัตรากำไรสุทธิ 6) อัตรากำไรจากการดำเนินงาน 7) อัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น 8) อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น และ 9) อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (พรณูภา ธูนิมิตรกุล, 2553)

4. เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยอ้างอิงจากการวัดของ Bradshaw (Bradshaw, M. T. et al., 2006) โดยมีสูตรการคำนวณ คือ $\Delta XFIN = \Delta DEBT + \Delta EQUITY$ โดยที่ $\Delta XFIN$ คือ กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมการจัดหาเงินซึ่งคำนวณมาจากปริมาณเงินสดสุทธิที่ได้มา/ใช้ไปจากกิจกรรมจัดหาเงินทั้งหมดหารด้วยสินทรัพย์รวมเฉลี่ย $\Delta DEBT$ คือ กระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมซึ่งคำนวณมาจากปริมาณเงินสดสุทธิที่ได้มา/ใช้ไปจากกิจกรรมจัดหาเงินโดยการกู้ยืมหารด้วยสินทรัพย์รวมเฉลี่ย และ $\Delta EQUITY$ คือ กระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุน



ซึ่งคำนวณมาจากปริมาณเงินสดสุทธิที่ได้มา/ใช้ไปจากกิจกรรมจัดหาเงินโดยการออกหุ้นทุนหารด้วยสินทรัพย์รวมเฉลี่ย

5. สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล โดยสามารถแบ่งออกได้เป็น 2 ส่วน ได้แก่ 1) สถิติเชิงพรรณนา เป็นการวิเคราะห์ข้อมูลออกมาในรูปค่าสถิติพื้นฐาน ได้แก่ ค่าเฉลี่ยและร้อยละ ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน 2) สถิติเชิงอนุมาน โดยใช้การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) และเทคนิคที่จะใช้ทดสอบเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยแบบเชิงพหุคูณของตัวแปร ได้แก่ ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน (Pearson Correlation) สถิติ Tolerance และค่า Variance Inflation Factor (VIF) ค่าความคลาดเคลื่อนจากค่าสถิติ Durbin - Watson (D.W.) สถิติ Kolmogorov-Smirnov Test (K - S Test) และสถิติ Levene's Test

จากสมการทั่วไปของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณ สามารถนำมาสร้างตัวแบบที่ใช้ในการทดสอบสมมติฐานในการศึกษาได้ดังนี้

$$\text{Financial ratios} = \beta_0 + \beta_1 \Delta SB_t + \beta_2 \Delta LB_t + \beta_3 \Delta EO_t + \beta_4 \Delta DE_t + \beta_5 \Delta BE_t + e_t$$

โดยที่ SB คือ กระแสเงินสดสุทธิจากเงินเบิกเกินบัญชีและเงินกู้ยืมระยะสั้น LB คือ กระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมเงินระยะยาว EO คือ กระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุน DE คือ กระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นกู้ และ BE คือ กระแสเงินสดสุทธิจากการออกตั๋วแลกเงิน

ผลการวิจัย

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่สนใจศึกษานำเสนอได้ดังตารางที่ 1

ตารางที่ 1 แสดงผลการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติเชิงพรรณนา

ตัวแปร	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน
SB	-0.737	0.387	0.002	0.063
LB	-2.884	3.974	0.005	0.138
EO	-0.161	1.592	0.017	0.085
DE	-0.284	4.646	0.012	0.107
BE	-0.268	0.175	-0.000	0.013
ROA	-64.860	75.060	5.209	9.622
ROE	-366.630	174.550	5.442	25.204
EPS	-24.570	158.020	1.763	6.820
GPM	-82.790	100.000	20.579	18.903
NPM	-3,786.400	247.540	1.770	85.744



ตัวแปร	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน
OPM	-3,778.036	122.573	11.151	85.079
PE	0.000	4,980.120	25.352	136.253
PBV	0.000	66.140	2.065	2.987
DY	0.000	42.070	2.940	3.157

จากตารางที่ 1 เมื่อพิจารณาการวิเคราะห์ข้อมูลโดยสถิติเชิงพรรณนา มีดังนี้

กระแสเงินสดสุทธิจากเงินเบิกเกินบัญชีและเงินกู้ยืมระยะสั้น (SB) มีค่าต่ำสุดเท่ากับ -0.737 ค่าสูงสุดเท่ากับ 0.387 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.002 และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.063

กระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมเงินระยะยาว (LB) มีค่าต่ำสุดเท่ากับ -2.884 ค่าสูงสุดเท่ากับ 3.974 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.005 และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.138

กระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุน (EO) มีค่าต่ำสุดเท่ากับ -0.161 ค่าสูงสุดเท่ากับ 1.592 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.017 และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.085

กระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นกู้ (DE) มีค่าต่ำสุดเท่ากับ -0.284 ค่าสูงสุดเท่ากับ 4.646 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.012 และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.107

กระแสเงินสดสุทธิจากการออกตั๋วแลกเงิน (BE) มีค่าต่ำสุดเท่ากับ -0.268 ค่าสูงสุดเท่ากับ 0.175 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ -0.000 และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.013

อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) มีค่าต่ำสุดเท่ากับ -64.860 ค่าสูงสุดเท่ากับ 75.060 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 5.209 และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 9.622

อัตราผลตอบแทนของส่วนผู้ถือหุ้น (ROE) มีค่าต่ำสุดเท่ากับ -366.630 ค่าสูงสุดเท่ากับ 174.550 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 5.442 และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 25.204

อัตรากำไรต่อหุ้น (EPS) มีค่าต่ำสุดเท่ากับ -24.570 ค่าสูงสุดเท่ากับ 158.020 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.763 และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 6.820

อัตรากำไรขั้นต้น (GPM) มีค่าต่ำสุดเท่ากับ -82.790 ค่าสูงสุดเท่ากับ 100.000 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 20.579 และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 18.903

อัตรากำไรสุทธิ (NPM) มีค่าต่ำสุดเท่ากับ -3,786.400 ค่าสูงสุดเท่ากับ 247.540 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.770 และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 85.744

อัตรากำไรจากการดำเนินงาน (OPM) มีค่าต่ำสุดเท่ากับ -3,778.036 ค่าสูงสุดเท่ากับ 122.573 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 11.151 และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 85.079

อัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น มีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.000 ค่าสูงสุดเท่ากับ 4,980.120 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 25.352 และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 136.253

อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น (PBV) มีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.000 ค่าสูงสุดเท่ากับ 66.140 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 2.065 และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 2.987



อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (DY) มีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.000 ค่าสูงสุดเท่ากับ 42.070 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 2.940 และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 3.157

ผลการวิเคราะห์เพื่อทดสอบเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยแบบเชิงพหุคูณของตัวแปร มีดังต่อไปนี้

1. การตรวจสอบความเป็นอิสระกันของตัวแปรอิสระ (Multicollinearity)

การตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระแต่ละตัวสามารถพิจารณาได้จากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน (Pearson Correlation) หากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์มีค่าเข้าใกล้ -1 หรือ 1 แสดงถึงการมีความสัมพันธ์ในระดับสูง แต่หากมีค่าเข้าใกล้ 0 แสดงถึงการมีความสัมพันธ์กันในระดับน้อย หรือไม่มีเลย

ตารางที่ 2 แสดงผลการวิเคราะห์ข้อมูลค่าสหสัมพันธ์ (Pearson Correlation) ระหว่างตัวแปรอิสระด้วยกัน

ตัวแปรอิสระ	SB	LB	EO	DE	BE
SB	1				
LB	0.055**	1			
EO	-0.108**	-0.008	1		
DE	-0.192**	-0.393**	0.003	1	
BE	-0.021	0.009	0.044*	-0.014	1

* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05, ** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

จากตารางที่ 2 เมื่อพิจารณาการทดสอบความสัมพันธ์เบื้องต้นระหว่างตัวแปรอิสระด้วยกัน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 และ 0.05 พบว่า 1) กระแสเงินสดสุทธิจากเงินเบิกเกินบัญชีและเงินกู้ยืมระยะสั้น (SB) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับกระแสเงินสดสุทธิจากเงินกู้ยืมเงินระยะยาว (LB) ซึ่งมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ เท่ากับ 0.055 ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 และมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุน (EO) และกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นกู้ (DE) ซึ่งมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ เท่ากับ 0.108 และ 0.192 ตามลำดับ ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 2) กระแสเงินสดสุทธิจากเงินกู้ยืมเงินระยะยาว (LB) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นกู้ (DE) ซึ่งมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ เท่ากับ 0.393 ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 และ 3) กระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุน (EO) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับกระแสเงินสดสุทธิจากการออกตั๋วแลกเงิน (BE) ซึ่งมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ เท่ากับ 0.044 ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ซึ่งจากการพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระข้างต้น พบว่าตัวแปรอิสระแต่ละตัวส่วนใหญ่มีความสัมพันธ์กันในระดับที่ต่ำ แสดงให้เห็นว่าข้อมูลไม่มีปัญหาที่ตัวแปรอิสระจะมีความสัมพันธ์กันเอง (Multicollinearity)



2. การตรวจสอบความเป็นอิสระกันของค่าความคลาดเคลื่อน (Autocorrelation)

การทดสอบว่าค่า e_i และ e_j เป็นอิสระต่อกันหรือไม่ โดยใช้สถิติ Durbin - Watson โดยถ้าค่า Durbin - Watson มีค่าเข้าใกล้ 2 กล่าวคือ มีค่าอยู่ในช่วง 1.5 - 2.5 จะสามารถสรุปได้ว่าค่าความคลาดเคลื่อนมีความเป็นอิสระกัน

ตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์ความเป็นอิสระกันของค่าความคลาดเคลื่อนด้วยสถิติ Durbin - Watson

ตัวแปร	R	R Square	Adjusted R Square	Durbin - Watson
ROA	0.168	0.028	0.026	1.884
ROE	0.119	0.014	0.012	1.900
EPS	0.064	0.004	0.002	1.925
GPM	0.054	0.003	0.001	1.992
NPM	0.060	0.004	0.001	2.018
OPM	0.055	0.003	0.001	2.029
PE	0.019	0.000	-0.002	2.003
PBV	0.049	0.002	0.000	1.925
DY	0.152	0.023	0.021	1.946

จากตารางที่ 3 พบว่า ผลการวิเคราะห์ค่าสถิติ Durbin-Watson ของแบบจำลองที่ 1-9 มีค่าเท่ากับ 1.884, 1.900, 1.925, 1.992, 2.018, 2.029, 2.003, 1.925, และ 1.946 ตามลำดับ ซึ่งมีค่ามากกว่า 1.5 และน้อยกว่า 2.5 แสดงให้เห็นว่า แบบจำลองทั้งหมดไม่มีปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างความคลาดเคลื่อน

3. การตรวจสอบค่าเฉลี่ยของค่าความคลาดเคลื่อน

จากสมการ $Y = a + bX$ โดยการหาค่า a และ b โดยทำให้ผลบวกกำลังสองของความคลาดเคลื่อนมีค่าต่ำสุด จะทำให้ $\sum e_i = 0$

$$\text{ค่าเฉลี่ยของความคลาดเคลื่อน} = E(e) = \frac{\sum e_i}{n} = 0$$

ดังนั้น เงื่อนไขนี้จึงเป็นจริงเสมอ

4. การตรวจสอบค่าความคลาดเคลื่อนมีการแจกแจงแบบปกติหรือไม่ (Normality)

การตรวจสอบว่าค่าความคลาดเคลื่อนมีการแจกแจงแบบปกติหรือไม่ จะใช้สถิติทดสอบ คือ Kolmogorov - Smirnov Test (K - S Test) โดยมีสมมติฐานในการทดสอบดังนี้

H_0 : ความคลาดเคลื่อนมีการแจกแจงแบบปกติ

H_1 : ความคลาดเคลื่อนไม่ได้มีการแจกแจงแบบปกติ



ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์ค่าความคลาดเคลื่อนที่มีการแจกแจงแบบปกติหรือไม่

ตัวแปร	Statistic	Sig. (P - value)
ROA	0.120	0.000
ROE	0.210	0.000
EPS	0.317	0.000
GPM	0.104	0.000
NPM	0.350	0.000
OPM	0.354	0.000
PE	0.426	0.000
PBV	0.245	0.000
DY	0.176	0.000

จากตารางที่ 4 ผลการทดสอบจะพิจารณาได้จากค่า P - value ถ้าหากมีค่าน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนด คือ 0.05 จะปฏิเสธสมมติฐานการทดสอบ แสดงว่า ความคลาดเคลื่อนไม่ได้มีการแจกแจงแบบปกติ จากผลการทดสอบ พบว่า ค่า P - value ของตัวแปรทุกตัวมีค่าน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนด คือ 0.05 จึงปฏิเสธสมมติฐาน แสดงว่าข้อมูลตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาไม่ได้มีการแจกแจงแบบปกติ อย่างไรก็ตามในการวิจัยนี้มีการศึกษามากกว่า 30 ตัวอย่าง ในทางสถิติสามารถบอกได้ว่ามีตัวแปรตามและค่าความคลาดเคลื่อนเป็นตัวแปรที่มีการแจกแจงแบบปกติแล้ว

5. การตรวจสอบค่าแปรปรวนของความคลาดเคลื่อนเป็นค่าคงที่ (Homoscedasticity)

สถิติที่ใช้ในการทดสอบ คือ Levene's Test โดยมีสมมติฐานในการทดสอบดังนี้

$$H_0: \sigma^2_1 = \sigma^2_2 = \dots = \sigma^2_k; k = \text{จำนวนประชากร}, k \geq 2$$

$$H_1: \sigma^2_i \neq \sigma^2_j \text{ อย่างน้อย 1 คู่: } i \neq j$$

ผลการทดสอบจะพิจารณาได้จากค่าสถิติ P - value ถ้าหากมีค่าน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนด คือ 0.05 จะปฏิเสธสมมติฐานการทดสอบ แสดงว่าความแปรปรวนไม่เท่ากัน จากผลการทดสอบ พบว่า ค่า P - value ของทุกตัวแปรมีค่าเท่ากับ 1.000 มากกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนด คือ 0.05 จึงยอมรับสมมติฐาน (H_0) แสดงว่าข้อมูลตัวแปรที่ใช้ในการศึกษานี้มีความแปรปรวนที่ไม่แตกต่างกัน

ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) นำเสนอได้ดังนี้



ตัวแบบที่ 1 $ROA = \beta_0 + \beta_1 \Delta SB_t + \beta_2 \Delta LB_t + \beta_3 \Delta EO_t + \beta_4 \Delta DE_t + \beta_5 \Delta BE_t + e_t$

ตารางที่ 5 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณของตัวแบบที่ 1

ROA	Standardized Coefficients Beta	ค่า t-value	Sig. (P-value)	ค่า Tolerance	ค่า VIF
SB	-0.019	-0.913	0.361	0.950	1.052
LB	0.014	0.615	0.539	0.845	1.183
EO	-0.168	-8.223	0.000*	0.986	1.014
DE	0.009	0.414	0.679	0.816	1.226
BE	0.009	0.425	0.671	0.997	1.003

$R = 0.168$, Adjusted $R^2 = 0.028$, $F = 13.645$

จากตารางที่ 5 พบว่า ค่า VIF มีค่าเท่ากับ 1.003-1.226 ซึ่งมีความน้อยกว่า 10 แสดงว่าไม่มีปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) และผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณ พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์พหุคูณ(R) มีค่าเท่ากับ 0.168 และค่าสัมประสิทธิ์ของการพยากรณ์ปรับปรุง (R^2) มีค่าเท่ากับ 0.028 สามารถอธิบายได้ว่า 2.80% ของอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวมที่สามารถอธิบายได้ด้วยกระแสเงินสดสุทธิที่เกิดจากกิจกรรมการจัดหาเงิน และยังพบว่ากระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุนเพียงประเภทเดียวที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวมอย่างมีนัยสำคัญเชิงสถิติที่ระดับ 0.01

ตัวแบบที่ 2 $ROE = \beta_0 + \beta_1 \Delta SB_t + \beta_2 \Delta LB_t + \beta_3 \Delta EO_t + \beta_4 \Delta DE_t + \beta_5 \Delta BE_t + e_t$

ตารางที่ 6 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณของตัวแบบที่ 2

ROE	Standardized Coefficients Beta	ค่า t-value	Sig. (P-value)	ค่า Tolerance	ค่า VIF
SB	0.008	0.376	0.707	0.950	1.052
LB	0.019	0.866	0.387	0.845	1.183
EO	-0.115	-5.571	0.000*	0.986	1.014
DE	0.026	1.158	0.247	0.816	1.226
BE	0.021	1.035	0.301	0.997	1.003

$R = 0.119$, Adjusted $R^2 = 0.014$, $F = 6.816$

จากตารางที่ 6 พบว่า ค่า VIF มีค่าเท่ากับ 1.003 - 1.226 ซึ่งมีความน้อยกว่า 10 แสดงว่าไม่มีปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) และผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณ พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์พหุคูณ(R) มีค่าเท่ากับ 0.119 และค่าสัมประสิทธิ์ของการพยากรณ์ปรับปรุง (R^2) มีค่าเท่ากับ 0.014 สามารถอธิบายได้ว่า 1.40% ของอัตราผลตอบแทนของส่วนผู้ถือหุ้นที่สามารถอธิบายได้ด้วยกระแสเงินสดสุทธิที่เกิดจาก



กิจกรรมการจัดหาเงิน และยังพบว่ากระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุนเพียงประเภทเดียวที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนของส่วนผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญเชิงสถิติที่ระดับ 0.01

$$\text{ตัวแบบที่ 3 } EPS = \beta_0 + \beta_1 \Delta SB_t + \beta_2 \Delta LB_t + \beta_3 \Delta EO_t + \beta_4 \Delta DE_t + \beta_5 \Delta BE_t + e_t$$

ตารางที่ 7 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณของตัวแบบที่ 3

EPS	Standardized Coefficients Beta	ค่า t-value	Sig. (P-value)	ค่า Tolerance	ค่า VIF
SB	-0.035	-1.683	0.093	0.950	1.052
LB	-0.019	-0.849	0.396	0.845	1.183
EO	-0.053	-2.574	0.010*	0.986	1.014
DE	-0.030	-1.299	0.194	0.816	1.226
BE	0.005	0.235	0.814	0.997	1.003

R = 0.064, Adjusted R² = 0.004, F = 1.968

จากตารางที่ 7 พบว่า ค่า VIF มีค่าเท่ากับ 1.003 - 1.226 ซึ่งมีความน้อยกว่า 10 แสดงว่าไม่มีปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) และผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณ พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์พหุคูณ (R) มีค่าเท่ากับ 0.064 และค่าสัมประสิทธิ์ของการพยากรณ์ปรับปรุง (R²) มีค่าเท่ากับ 0.004 สามารถอธิบายได้ว่า 0.40% ของอัตรากำไรต่อหุ้นที่สามารถอธิบายได้ด้วยกระแสเงินสดสุทธิที่เกิดจากกิจกรรมการจัดหาเงิน และยังพบว่ากระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุนเพียงประเภทเดียวที่มีผลต่ออัตรากำไรต่อหุ้นอย่างมีนัยสำคัญเชิงสถิติที่ระดับ 0.01

$$\text{ตัวแบบที่ 4 } GPM = \beta_0 + \beta_1 \Delta SB_t + \beta_2 \Delta LB_t + \beta_3 \Delta EO_t + \beta_4 \Delta DE_t + \beta_5 \Delta BE_t + e_t$$

ตารางที่ 8 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณของตัวแบบที่ 4

GPM	Standardized Coefficients Beta	ค่า t-value	Sig. (P-value)	ค่า Tolerance	ค่า VIF
SB	-0.011	-0.499	0.618	0.950	1.052
LB	-0.022	-0.995	0.320	0.845	1.183
EO	-0.048	-2.313	0.021*	0.986	1.014
DE	-0.017	-0.752	0.452	0.816	1.226
BE	-0.011	-0.527	0.598	0.997	1.003

R = 0.054, Adjusted R² = 0.003, F = 1.366

จากตารางที่ 8 พบว่า ค่า VIF มีค่าเท่ากับ 1.003 - 1.226 ซึ่งมีความน้อยกว่า 10 แสดงว่าไม่มีปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) และผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณ พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์พหุคูณ (R) มีค่าเท่ากับ 0.054 และ



ค่าสัมประสิทธิ์ของการพยากรณ์ปรับปรุง (R^2) มีค่าเท่ากับ 0.003 สามารถอธิบายได้ว่า 0.30% ของอัตรากำไรขั้นต้นที่สามารถอธิบายได้ด้วยกระแสเงินสดสุทธิที่เกิดจากกิจกรรมการจัดหาเงิน และยังพบว่ากระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุนเพียงประเภทเดียวที่มีผลต่ออัตรากำไรขั้นต้นอย่างมีนัยสำคัญเชิงสถิติที่ระดับ 0.05

ตัวแบบที่ 5 $NPM = \beta_0 + \beta_1 \Delta SB_t + \beta_2 \Delta LB_t + \beta_3 \Delta EO_t + \beta_4 \Delta DE_t + \beta_5 \Delta BE_t + e_t$

ตารางที่ 9 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณของตัวแบบที่ 5

NPM	Standardized Coefficients Beta	ค่า t-value	Sig. (P-value)	ค่า Tolerance	ค่า VIF
SB	-0.016	-0.761	0.447	0.950	1.052
LB	0.011	0.492	0.623	0.845	1.183
EO	-0.057	-2.745	0.006*	0.986	1.014
DE	0.015	0.655	0.513	0.816	1.226
BE	0.005	0.257	0.797	0.997	1.003

$R = 0.060$, Adjusted $R^2 = 0.004$, $F = 1.696$

จากตารางที่ 9 พบว่า ค่า VIF มีค่าเท่ากับ 1.003 - 1.226 ซึ่งมีค่าน้อยกว่า 10 แสดงว่าไม่มีปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) และผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณ พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์พหุคูณ (R) มีค่าเท่ากับ 0.060 และค่าสัมประสิทธิ์ของการพยากรณ์ปรับปรุง (R^2) มีค่าเท่ากับ 0.004 สามารถอธิบายได้ว่า 0.40% ของอัตรากำไรสุทธิที่สามารถอธิบายได้ด้วยกระแสเงินสดสุทธิที่เกิดจากกิจกรรมการจัดหาเงิน และยังพบว่ากระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุนเพียงประเภทเดียวที่มีผลต่ออัตรากำไรสุทธิอย่างมีนัยสำคัญเชิงสถิติที่ระดับ 0.01

ตัวแบบที่ 6 $OPM = \beta_0 + \beta_1 \Delta SB_t + \beta_2 \Delta LB_t + \beta_3 \Delta EO_t + \beta_4 \Delta DE_t + \beta_5 \Delta BE_t + e_t$

ตารางที่ 10 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณของตัวแบบที่ 6

OPM	Standardized Coefficients Beta	ค่า t-value	Sig. (P-value)	ค่า Tolerance	ค่า VIF
SB	-0.011	-0.541	0.589	0.950	1.052
LB	0.014	0.641	0.522	0.845	1.183
EO	-0.051	-2.443	0.015*	0.986	1.014
DE	0.020	0.887	0.375	0.816	1.226
BE	0.006	0.273	0.784	0.997	1.003

$R = 0.055$, Adjusted $R^2 = 0.003$, $F = 1.434$



จากตารางที่ 10 พบว่า ค่า VIF มีค่าเท่ากับ 1.003 - 1.226 ซึ่งมิต้าน้อยกว่า 10 แสดงว่าไม่มีปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) และผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณ พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์พหุคูณ (R) มีค่าเท่ากับ 0.055 และค่าสัมประสิทธิ์ของการพยากรณ์ปรับปรุง (R^2) มีค่าเท่ากับ 0.003 สามารถอธิบายได้ว่า 0.30% ของอัตรากำไรจากการดำเนินงานที่สามารถอธิบายได้ด้วยกระแสเงินสดสุทธิที่เกิดจากกิจกรรมการจัดหาเงิน และยังพบว่ากระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุนเพียงประเภทเดียวที่มีผลต่ออัตรากำไรจากการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญเชิงสถิติที่ระดับ 0.05

$$\text{ตัวแบบที่ 7 } PE = \beta_0 + \beta_1 \Delta SB_t + \beta_2 \Delta LB_t + \beta_3 \Delta EO_t + \beta_4 \Delta DE_t + \beta_5 \Delta BE_t + e_t$$

ตารางที่ 11 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณของตัวแบบที่ 7

PE	Standardized Coefficients Beta	ค่า t-value	Sig. (P-value)	ค่า Tolerance	ค่า VIF
SB	0.013	0.605	0.545	0.950	1.052
LB	0.010	0.433	0.665	0.845	1.183
EO	-0.009	-0.454	0.650	0.986	1.014
DE	0.007	0.311	0.756	0.816	1.226
BE	0.002	0.121	0.904	0.997	1.003

$R = 0.019$, Adjusted $R^2 = 0.000$, $F = 0.165$

จากตารางที่ 11 พบว่า ค่า VIF มีค่าเท่ากับ 1.003 - 1.226 ซึ่งมิต้าน้อยกว่า 10 แสดงว่าไม่มีปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) และผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณ พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์พหุคูณ (R) มีค่าเท่ากับ 0.019 และค่าสัมประสิทธิ์ของการพยากรณ์ปรับปรุง (R^2) มีค่าเท่ากับ 0.000 สามารถอธิบายได้ว่า 0.00% ของอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้นที่สามารถอธิบายได้ด้วยกระแสเงินสดสุทธิที่เกิดจากกิจกรรมการจัดหาเงิน และยังพบว่ากระแสเงินสดสุทธิทั้ง 5 ประเภทไม่มีผลต่ออัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น



ตัวแบบที่ 8 $PBV = \beta_0 + \beta_1 \Delta SB_t + \beta_2 \Delta LB_t + \beta_3 \Delta EO_t + \beta_4 \Delta DE_t + \beta_5 \Delta BE_t + e_t$

ตารางที่ 12 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณของตัวแบบที่ 8

PBV	Standardized Coefficients Beta	ค่า t-value	Sig. (P-value)	ค่า Tolerance	ค่า VIF
SB	0.023	1.081	0.280	0.950	1.052
LB	0.041	1.827	0.068	0.845	1.183
EO	0.005	0.226	0.821	0.986	1.014
DE	0.036	1.578	0.115	0.816	1.226
BE	0.017	0.835	0.404	0.997	1.003

$R = 0.049$, Adjusted $R^2 = 0.002$, $F = 1.132$

จากตารางที่ 12 พบว่า ค่า VIF มีค่าเท่ากับ 1.003 - 1.226 ซึ่งมีความน้อยกว่า 10 แสดงว่าไม่มีปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) และผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณ พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์พหุคูณ (R) มีค่าเท่ากับ 0.049 และค่าสัมประสิทธิ์ของการพยากรณ์ปรับปรุง (R^2) มีค่าเท่ากับ 0.002 สามารถอธิบายได้ว่า 0.02% ของอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้นที่สามารถอธิบายได้ด้วยกระแสเงินสดสุทธิที่เกิดจากกิจกรรมการจัดหาเงิน และยังพบว่ากระแสเงินสดสุทธิทั้ง 5 ประเภทไม่มีผลต่ออัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น

ตัวแบบที่ 9 $DY = \beta_0 + \beta_1 \Delta SB_t + \beta_2 \Delta LB_t + \beta_3 \Delta EO_t + \beta_4 \Delta DE_t + \beta_5 \Delta BE_t + e_t$

ตารางที่ 13 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณของตัวแบบที่ 9

DY	Standardized Coefficients Beta	ค่า t-value	Sig. (P-value)	ค่า Tolerance	ค่า VIF
SB	0.035	1.655	0.098	0.950	1.052
LB	0.037	1.656	0.098	0.845	1.183
EO	-0.138	-6.751	0.000*	0.986	1.014
DE	-0.003	-0.143	0.887	0.816	1.226
BE	0.001	0.064	0.949	0.997	1.003

$R = 0.152$, Adjusted $R^2 = 0.023$, $F = 11.139$

จากตารางที่ 13 พบว่า ค่า VIF มีค่าเท่ากับ 1.003 - 1.226 ซึ่งมีความน้อยกว่า 10 แสดงว่าไม่มีปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) และผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณ พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์พหุคูณ (R) มีค่าเท่ากับ 0.152 และค่าสัมประสิทธิ์ของการพยากรณ์ปรับปรุง (R^2) มีค่าเท่ากับ 0.023 สามารถอธิบายได้ว่า 2.30% ของอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่สามารถอธิบายได้ด้วยกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรม



การจัดหาเงิน และยังพบว่ากระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นเพียงประเภทเดียวที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญเชิงสถิติที่ระดับ 0.01

อภิปรายผล

จากการวิจัยเพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการจัดหาเงินทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถอภิปรายผลตามวัตถุประสงค์ ได้ดังนี้

ผลของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ของกลุ่มอุตสาหกรรมทั้ง 8 กลุ่ม พบว่า กระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราส่วนทางการเงิน 7 อัตราส่วน ได้แก่ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) อัตราผลตอบแทนของส่วนผู้ถือหุ้น (ROE) อัตรากำไรต่อหุ้น (EPS) อัตรากำไรขั้นต้น (GPM) อัตรากำไรสุทธิ (NPM) อัตรากำไรจากการดำเนินงาน (OPM) และอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (DY) แต่ไม่พบความสัมพันธ์กับอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น (P/E) และอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น (P/BV) ส่วนกระแสเงินสดสุทธิที่เกิดจากกิจกรรมจัดหาเงิน 4 ประเภท ประกอบด้วย กระแสเงินสดสุทธิจากเงินเบิกเกินบัญชีและเงินกู้ยืมระยะสั้น กระแสเงินสดสุทธิจากเงินกู้ยืมระยะยาว กระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นกู้ และกระแสเงินสดสุทธิจากการออกตั๋วแลกเงิน ไม่พบความสัมพันธ์กับอัตราส่วนทางการเงินใด ๆ เลย ซึ่งแสดงให้เห็นว่า ความสามารถในการจัดหาเงินทุนของกิจการซึ่งวัดจากกระแสเงินสดสุทธิที่เกิดจากกิจกรรมจัดหาเงินในแต่ละประเภทต่างก็มีประโยชน์ในการใช้อธิบายถึงความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของกิจการได้ไม่เหมือนกันทั้งหมด ซึ่งผลที่ได้จากศึกษาเป็นไปตามทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนของ Modigliani และ Miller (อาณัติ สิมัคเดช, 2561) ได้กล่าวถึงมูลค่าของกิจการในกรณีที่บริษัทไม่มีภาษีเงินได้นิติบุคคลไม่ว่าบริษัทจะเลือกใช้โครงสร้างเงินทุนแบบใด มูลค่าของกิจการจะไม่เปลี่ยนแปลงเลย แต่ในกรณีที่บริษัทมีภาษีเงินได้นิติบุคคลมาเกี่ยวข้องจะทำให้บริษัทได้รับผลประโยชน์ทางภาษีจากดอกเบี้ยจ่ายที่เกิดจากการจัดหาเงินโดยการกู้ยืม เนื่องจากบริษัทสามารถหักดอกเบี้ยจ่ายก่อนจึงค่อนข้างกำไรจากการดำเนินงานส่วนที่เหลือมาคำนวณเพื่อเสียภาษีเงินได้นิติบุคคล จึงกล่าวได้ว่า การจัดหาเงินทุนผ่านการกู้ยืมจะมีต้นทุนการเงินน้อยกว่าการออกหุ้นของกิจการ นอกจากนี้ยังสอดคล้องกับแนวคิดของ Myers และ Majluf ที่ได้อ้างถึงความไม่สมมาตรของข้อมูล (Asymmetric Information) หรือความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างผู้บริหารของกิจการและนักลงทุน เนื่องจากผู้บริหารของกิจการย่อมมีข้อมูลเกี่ยวกับกิจการมากกว่านักลงทุน ด้วยเหตุผลนี้การออกหุ้นเพิ่มทุนของกิจการจึงเป็นการส่งสัญญาณเชิงลบอย่างหนึ่งว่าหุ้นที่กิจการออกนั้นมีราคาสูงเกินกว่ามูลค่าหุ้นที่แท้จริงอยู่ ซึ่งนักลงทุนจะรับรู้ถึงปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลดังกล่าว จึงทำให้นักลงทุนให้ความสำคัญกับหุ้นที่ออกมาใหม่ของกิจการนั้นต่ำกว่าที่ควรเป็น และนักลงทุนจะทำการเข้าซื้ออีก



ต่อเมื่อราคาหุ้นต่ำกว่าราคาที่ตนเองประมาณไว้หรือช่วงราคาที่ยอมรับได้ ทำให้เกิดผลสะท้อนต่อกิจกรรมจัดหาเงินดังกล่าว ทำให้ผลการดำเนินงานของกิจการลดลงและไม่เป็นไปตามที่คาดหวังไว้ (Myers, S. C. & Majluf, N. S., 1984) นอกจากทฤษฎีที่กล่าวข้างต้นยังมีความสอดคล้องกับผลการวิจัยของอภิเดช แวสุวรรณ ซึ่งได้ศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ และผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการศึกษาพบว่า กระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุน มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานในอนาคตของ 6 กลุ่มอุตสาหกรรม ได้แก่ กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง กลุ่มทรัพยากร และกลุ่มบริการ กล่าวได้ว่าบริษัทที่มีกระแสเงินสดจากการออกหุ้นทุนเข้าสู่กิจการส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานในอนาคตในทิศทางตรงกันข้ามหรือบริษัทประสบปัญหาขาดทุน (อภิเดช แวสุวรรณ, 2550) และสอดคล้องกับผลการวิจัยของ ธนิษฐา มหบุญพาชัย ซึ่งได้ศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า กระแสเงินสดจากการออกหุ้นทุน มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานในอนาคต ไม่ว่าจะเป็นวัดด้วยกำไรหรือกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (ธนิษฐา มหบุญพาชัย, 2552) ดังนั้นอาจสรุปได้ว่ากิจกรรมจัดหาเงินด้วยการออกหุ้นทุนถือเป็นสัญญาณเชิงลบต่อตลาดและนักลงทุน ส่วนกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืม หรือการออกหุ้นกู้นั้น ไม่ได้มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานในอนาคต ซึ่งสามารถอธิบายได้ว่า การที่ผู้บริหารกู้ยืมเงินจากแหล่งสถาบันการเงิน หรือการออกหุ้นกู้ นั้น นักลงทุนในประเทศไทยอาจมิได้ถือเป็นสัญญาณเชิงลบ และยังคงให้ความเชื่อมั่นเนื่องจากบริษัทที่ทำการกู้ยืมสินเชื่อได้รับความไว้วางใจจากสถาบันการเงินว่ามีความสามารถในการสร้างผลกำไรในอนาคตจากโครงการที่ต้องการนำเงินไปลงทุน และสอดคล้องกับผลการวิจัยของ จิราพัชร นิมนวล ซึ่งได้ศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในกลุ่ม SET 100 พบว่า กระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุน มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ส่วนกระแสเงินสดจากการกู้ยืมกับผลการดำเนินงานในอนาคต ไม่มีกลุ่มอุตสาหกรรมใดเลยที่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคตในทิศทางตรงกันข้าม (จิราพัชร นิมนวล, 2553)

สรุป/ข้อเสนอแนะ

ข้อเสนอแนะจากการวิจัยครั้งนี้ จากการทบทวนวรรณกรรมพบว่ามีนักวิชาการหลายท่านที่ได้เสนอทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนเพื่อค้นหาคำตอบว่าธุรกิจควรมีโครงสร้างเงินทุนลักษณะใดจึงจะเหมาะสม อาทิ การศึกษาของ Modigliani และ Miller กล่าวว่า บริษัทที่มี



ภาษีเงินได้เกิดขึ้นจะทำให้บริษัทได้รับผลประโยชน์ทางภาษีจากดอกเบี้ยจ่ายที่เกิดจากการจัดหาเงินโดยการกู้ยืม จึงกล่าวได้ว่าการจัดหาเงินทุนผ่านการกู้ยืมจะมีต้นทุนการเงินน้อยกว่าการออกหุ้นทุนของกิจการ และการศึกษาของ Myers และ Majluf ที่อ้างว่าการออกหุ้นเพิ่มทุนของกิจการถือเป็นการส่งสัญญาณเชิงลบ จึงทำให้นักลงทุนให้ความสำคัญกับหุ้นที่ออกมาใหม่ของกิจการนั้นต่ำกว่าที่ควรเป็น เป็นต้น ซึ่งผลจากการวิจัยครั้งนี้สอดคล้องกับทฤษฎีข้างต้นและผลงานวิจัยที่ผ่านมาในอดีต ดังนั้นผู้วิจัยจึงเสนอแนะว่ากิจการควรจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายในกิจการก่อน โดยนำมาจากกำไรสะสมจากการดำเนินงานปกติของกิจการก่อน หากกำไรสะสมมีไม่เพียงพอ จึงค่อยพิจารณาถึงการกู้ยืมโดยการสร้างความสมดุลระหว่างผลประโยชน์ที่ได้รับจากการประหยัดภาษีจากรายจ่ายดอกเบี้ยเงินกู้ยืมและต้นทุนทางการเงินที่เกิดขึ้น ก่อนที่จะเลือกวิธีการจัดหาเงินทุนด้วยการออกหุ้นทุนใหม่ เนื่องจากจะเป็นผลดีต่อกิจการเองและต่อมุมมองของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย **ข้อเสนอแนะในการศึกษาครั้งต่อไป** เนื่องจากการวิจัยครั้งนี้ศึกษากลุ่มตัวอย่างเฉพาะบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเท่านั้น ดังนั้นในการศึกษาครั้งต่อไปผู้วิจัยมีข้อเสนอแนะดังนี้ คือ 1) ผู้วิจัยท่านอื่นอาจเปลี่ยนกลุ่มตัวอย่างในการศึกษา โดยใช้กลุ่มตัวอย่างของบริษัทที่มีได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือใช้กลุ่มบริษัทขนาดกลาง (MAI) เป็นต้น เพื่อนำมาใช้เป็นกลุ่มตัวอย่างในการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกิจกรรมจัดหาเงินกับผลการดำเนินงานของกิจการ 2) ผู้วิจัยท่านอื่นอาจทำการศึกษาโดยใช้ตัวแปรอื่น ๆ ที่อาจมีผลต่อการดำเนินงานของบริษัท อาทิเช่น การลดทุนจดทะเบียน เป็นต้น 3) ควรมีการศึกษาถึงการนำเทคนิคทางสถิติอื่น ๆ มาใช้ในการพยากรณ์

เอกสารอ้างอิง

- จิราพัชร นิมนวล. (2553). ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีรายชื่อในดัชนี SET 100. ใน สารนิพนธ์บัญชีมหาบัณฑิต ภาควิชาบัญชี. มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.
- ฐาปนา ฉินไพศาล. (2550). การเงินธุรกิจ. (พิมพ์ครั้งที่ 18). กรุงเทพมหานคร: อีระฟิล์ม และไซเท็กซ์.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2562). รายชื่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์. เรียกใช้เมื่อ 30 สิงหาคม 2562 จาก <http://www.set.or.th/th/company/companylist.html>
- ธนัญญา มหบุญพาชัย. (2552). ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคต. กรุงเทพมหานคร: สถาบันวิจัยและให้คำปรึกษาแห่งมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.



- บุศรินทร์ บุรณศักดิ์. (2545). การทดสอบทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนของโครงการ
เงินทุน: การศึกษาของประเทศไทย. กรุงเทพมหานคร: จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- พรรณภา ชวนิมิตรกุล. (2553). การเงินธุรกิจ. (พิมพ์ครั้งที่ 5). กรุงเทพมหานคร: มหาวิทยาลัย
ธรรมศาสตร์.
- อภิเดช แวสุวรรณ. (2550). ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับ
ผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทจดทะเบียนในตลาด
หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ใน วิทยานิพนธ์ปรัชญานิพนธ์มหาบัณฑิต สาขาการบัญชี.
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- อานัติ สิมัคเดช. (2561). การวิเคราะห์ความเป็นไปได้ทางการเงินของโครงการ. (พิมพ์ครั้งที่
1). กรุงเทพมหานคร: สำนักพิมพ์ เกรท ไอเดีย.
- Bradshaw, M. T. et al. (2006). The relation between corporate financing activities,
analysts' s forecasts and stock returns. *Journal of Accounting and
Economics*, 42(1-2), 53-85.
- Cohen, D. A. & Lys, T. Z. (2006). Weighing the Evidence on the Relation between
External Corporate Financing Activities, Accruals and Stock Returns.
Journal of Accounting and Economics , 42(1-2), 87-105.
- Jaleh, V. H. K. et al. (2013). The Relation between External Financing and P/E
ratio in evaluation of Financial Performance in Listed Companies in Tehran
Stock Exchange. *Journal of Basic and Applied Scientific Research*, 3(2),
969-973.
- Myers, S. C. & Majluf, N. S. (1984). Corporate Financing and Investment decisions
when firms have information that investors do not have. *Journal of
Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3),
575-592.