

ความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดอิสระกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ : หลักฐานเชิงประจักษ์บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในกลุ่ม SET100

THE RELATIONSHIP BETWEEN FREE CASH FLOWS (FCF) AND STOCK RETURN : EVIDENCE FROM STOCK EXCHANGE OF THAILAND (SET100)



ธวัชชัย วรสุนทร
THAWATCHAIWORASANTHON
ดร.อุษณา แจ่มคล้าย
DR.USANA JANGKLOY
คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี
จังหวัดนครราชสีมา

บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดอิสระกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ โดยกลุ่มตัวอย่างที่ใช้คือบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100 ระหว่างปี พ.ศ. 2551-2555 รวม 5 ปี และใช้แบบจำลองของ Wang (2010) ในการคำนวณหากระแสเงินสดอิสระการวิเคราะห์ข้อมูลใช้การถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) แบบภาคตัดขวาง (Cross Sectional Data) เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดอิสระกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์

ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดอิสระกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ พบว่ากระแสเงินสดอิสระมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 นอกจากนี้ยังพบความสัมพันธ์ในเชิงบวกระหว่างความเสี่ยงจากมูลค่าตลาดกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ในตัวแปรควบคุมอีกด้วย

ผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่า นักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100 พิจารณาว่าการมีกระแสเงินสดอิสระที่มากอาจเกิดผลในทางลบต่อผลการดำเนินงานของกิจการและผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่เกี่ยวข้องกับกระแสเงินสดอิสระที่นำเสนอโดย Jensen (1986) ที่ว่าการมีกระแสเงินสดอิสระที่มากเกินไปอาจทำให้เกิดปัญหาต้นทุนตัวแทน (Agency Costs)

คำสำคัญ : กระแสเงินสดอิสระ, SET100, ผลตอบแทนจากการลงทุน

ABSTRACT

This research aimed to examine the relationship between free cash flows and stock return. Samples were selected from SET100 companies listed in the Stock Exchange of Thailand between 2008 and 2012. Free cash flows were computed from model developed by Wang (2010). Data were analyzed by using cross sectional data and multiple regression analysis.

The results indicated negative relationship between free cash flows and stock return, which was significant at the 0.05 level. In addition, positive relationship between risk on market value, a controlled variable, and stock return was found.

The findings suggest that SET100 investors should consider that high level of free cash flows might incur a negative impact on company's operating result and its stock return. This goes along with idea proposed by Jensen (1986) which stated that too high free cash flows may cause agency costs.

Keyword : Free Cash Flows, SET100, Stock Return

บทนำ

1. ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

การทำบัญชีนับว่าเป็นสิ่งสำคัญในการประกอบธุรกิจ เนื่องจากการทำบัญชีช่วยให้ผู้ประกอบการและผู้มีส่วนได้เสียได้รับทราบฐานะทางการเงินและผลการดำเนินงานของกิจการในระยะเวลาใดเวลาหนึ่ง และยังสามารถใช้ในการประมาณการและคาดการณ์ในอนาคต เพื่อประกอบตัดสินใจทางเศรษฐกิจได้ (สภานิติบัญญัติ, 2556) โดยเฉพาะอย่างยิ่งในปัจจุบันที่มีการลงทุนข้ามชาติ หลายประเทศทั่วโลกจึงต่างให้ความสำคัญกับการทำบัญชีที่เป็นมาตรฐานเดียวกัน นั่นคือ International Financial Reporting Standards (IFRS) โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้กำหนดให้บริษัทจดทะเบียนต้องเปิดเผยข้อมูลสำคัญรวมถึงงบการเงิน ที่มีผลกระทบต่อการตัดสินใจลงทุนของผู้ลงทุน เพื่อนำไปใช้ศึกษาและวิเคราะห์ข้อมูลทั้งทางด้านกิจการและปัจจัยแวดล้อมต่างๆ ที่เกี่ยวข้อง รวมถึงพิจารณาถึงฐานะและความมั่นคงของกิจการนั้นอย่างครบถ้วนก่อนตัดสินใจลงทุนทุกครั้ง เพื่อลดความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นจากการลงทุนให้ต่ำที่สุดและเพื่อเพิ่มผลตอบแทนให้แก่ผู้ลงทุน

งบการเงินเป็นผลงานของนักบัญชีประกอบด้วย งบแสดงฐานะการเงินงบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จ งบกระแสเงินสด งบแสดงการเปลี่ยนแปลงส่วนของผู้ถือหุ้น และหมายเหตุประกอบงบการเงิน โดยงบการเงินเหล่านี้จะให้ข้อมูลเกี่ยวกับฐานะการเงิน ผลการดำเนินงาน และการเปลี่ยนแปลงฐานะการเงินของกิจการ ซึ่งเป็นข้อมูลทางการเงินที่เกิดขึ้นในอดีต โดยผู้ถือหุ้นหรือผู้ลงทุนสามารถนำตัวเลขต่างๆ ที่แสดงไว้ในงบการเงินไปใช้ประโยชน์ในการวิเคราะห์หาอัตราส่วนทางการเงิน (Ratio Analysis) และสามารถใช้เป็นเครื่องมือในการประเมินสถานะของบริษัทได้อย่างถูกต้อง รวมทั้งใช้ในการพิจารณาเชิงเปรียบเทียบกับอัตราส่วนทางการเงินของบริษัทเดียวกันในช่วงเวลาที่ต่างกัน หรือของบริษัทอื่น และอุตสาหกรรมอื่นๆ ในช่วงเวลาเดียวกัน (Thailand Securities Institute : TSI, 2556) จากการทบทวนวรรณกรรมที่ผ่านมาพบว่าอัตราส่วนทางการเงินที่มีมักจะถูกนำมาใช้ในการศึกษาความสัมพันธ์และผลกระทบในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ ซึ่งส่วนใหญ่เป็นอัตราส่วนที่เกี่ยวข้องกับการวัดความสามารถในการทำกำไร (Profitability Ratio) เช่น อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม

(Return on Asset : ROA) อัตราผลตอบแทนจากส่วนของ
ผู้ถือหุ้น (Return on Equity : ROE) หรือ อัตราส่วนที่ใช้วัด
มูลค่าตลาด (Market Value Ratio) เช่น อัตราส่วนราคาต่อ
กำไรสุทธิต่อหุ้น (P/E Ratio) อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตาม
บัญชี (P/BV Ratio) โดยอัตราส่วนเหล่านี้จะเป็นอัตราส่วนที่
ได้มาจากตัวเลขในงบแสดงฐานะการเงินและงบกำไรขาดทุน
เบ็ดเสร็จ ซึ่งเป็นตัวเลขที่ได้มาจากการบันทึกบัญชีตามหลัก
บัญชีเกณฑ์คงค้างทั้งสิ้น

ปัจจุบันนักลงทุนและกิจการต่างๆ ให้ความสำคัญกับกระแสเงินสดมากขึ้น ด้วยเหตุผลที่ว่าผลลัพธ์
ที่ได้จากการบันทึกบัญชีตามหลักเกณฑ์คงค้างมีแนวโน้ม
ที่จะทำให้ผู้บริหารบิดเบือนกำไรที่ไม่เป็นไปตามเป้าหมาย
โดยการบริหารกำไร (Earning Management) ผ่านรายการ
เกณฑ์คงค้างเหล่านั้นเพื่อให้กิจการดูดีกว่าที่เป็นอยู่จริง
(Womack, B., 2006) อย่างไรก็ตามการศึกษาพบว่า
การบริหารกำไรสามารถเลือกทำได้จากส่วนประกอบของกำไร
2 ส่วน ได้แก่ รายการคงค้าง และกระแสเงินสด ซึ่งส่วนใหญ่
การบริหารกำไรจะเลือกกระทำผ่านรายการคงค้างมากกว่า
กระแสเงินสด เนื่องจากกระแสเงินสดเป็นรายการที่สามารถ
ตรวจยืนยันยอดได้จากจำนวนเงินที่มีอยู่ ในขณะที่รายการคง
ค้างไม่มีตัวเงินที่จะสามารถตรวจยืนยันได้ (ประวัฒน์ เบญญา
ศรีสวัสดิ์, 2555) ซึ่งสอดคล้องกับฝ่ายวิจัย สายงานวิจัยและ
ข้อมูลสารสนเทศ ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
กล่าวว่า “งบกระแสเงินสดจะสะท้อนความเสี่ยงของบริษัท
ได้ดีกว่างบกำไรขาดทุนเพราะแสดงถึงการรับจ่ายเงินจริง
ของบริษัท” (สัจภา ทองประสาร, ชัชนิจันทรจรรยาพงษ์, และ
ปิยาภา วัฒน, 2556)

จากข้อดีของงบกระแสเงินสดดังที่กล่าวมานั้น
ทำให้มีผู้พยายามที่จะหาความสัมพันธ์หรือผลกระทบของ
ตัวเลขในงบกระแสเงินสดกับการวัดผลลัพธ์ต่างๆ เช่น ผล
กำไรของกิจการ การเติบโตของกิจการ รวมถึงผลกระทบต่อ
ราคาหลักทรัพย์ด้วย เป็นต้น โดยกระแสเงินสดอิสระ (Free
CashFlows) จะเป็นจำนวนเงินสดที่กิจการยังคงมีอยู่หลัง
จากที่ได้จ่ายเงินสดที่มีอยู่ในบริษัทออกไปสำหรับค่าใช้จ่าย
ของบริษัททั้งหมดรวมถึงการนำเงินไปลงทุนด้วยซึ่งเงินสด
ที่เหลืออยู่นี้กิจการสามารถนำไปลงทุนหรือขยายธุรกิจโดย
ไม่ต้องกู้ยืม จ่ายคืนหนี้สินให้กับเจ้าหนี้ในรูปของการจ่ายเงิน
ต้นและดอกเบี้ยจ่าย หรือนำมาจ่ายปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้น

จากการทบทวนวรรณกรรมเกี่ยวกับความ
สัมพันธ์ของกระแสเงินสดอิสระกับผลตอบแทนของหลัก
ทรัพย์ในอดีต พบว่าผลการวิจัยยังกระจายโดยแบ่ง
เป็นสองกระแสหลัก ได้แก่ ฝ่ายที่พบความสัมพันธ์ของ
กระแสเงินสดอิสระกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับฝ่าย
ที่ไม่พบความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดอิสระกับผลตอบแทน
ของหลักทรัพย์ โดยฝ่ายที่พบความสัมพันธ์ของกระแสเงินสด
อิสระกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ยังมีผลการค้นพบที่
แตกต่างกัน โดยฝ่ายหนึ่งพบว่ากระแสเงินสดอิสระมีความ
สัมพันธ์ในเชิงลบต่อผลการดำเนินงานรวมถึงผลตอบแทน
ของหลักทรัพย์ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีกระแสเงินสดอิสระ
ของ Jensen (1986) ที่ให้เหตุผลว่าการมีกระแสเงินสด
อิสระที่มากเกินไปจะทำให้บริษัทเสียโอกาสในการลงทุน
โครงการดีๆ ที่มีมูลค่าปัจจุบันสุทธิ (Net Present Value
: NPV) สูง และยังก่อให้เกิดปัญหาต้นทุนตัวแทน (Agency
Costs) อีกด้วยในขณะที่อีกฝ่ายหนึ่งพบว่ากระแสเงินสด
อิสระมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานรวมถึง
ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ตอบโต้ทฤษฎีกระแสเงินสด
อิสระของ Jensen โดยให้เหตุผลว่าบริษัทที่มีระดับของ
กระแสเงินสดอิสระสูง จะทำงานได้ดีกว่าบริษัทที่มีกระแส
เงินสดอิสระระดับต่ำ นอกจากนี้ยังพบว่านักลงทุนส่วนใหญ่
จะสนับสนุนบริษัทที่มีกระแสเงินสดอิสระสูงมากกว่าบริษัท
ที่มีกระแสเงินสดอิสระระดับต่ำ ในขณะที่ฝ่ายที่ไม่พบความ
สัมพันธ์ของกระแสเงินสดอิสระกับราคาหลักทรัพย์มองว่า
นักลงทุนอาจไม่ใช้กระแสเงินสดอิสระ เป็นเครื่องมือช่วยใน
การตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ จึงทำให้ราคาหลักทรัพย์
ไม่มีความสัมพันธ์กับกระแสเงินสดอิสระ

ดังนั้น ผู้วิจัยจึงสนใจศึกษาความสัมพันธ์ของ
กระแสเงินสดอิสระกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ โดยศึกษา
กลุ่มตัวอย่างจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่ง
ประเทศไทยกลุ่ม SET100 ผลการศึกษาจะทำให้ทราบถึง
ความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดอิสระที่มีต่อผลตอบแทนจาก
หลักทรัพย์ และสามารถนำไปใช้เป็นแนวทางในการพัฒนาให้
นักลงทุนนำกระแสเงินสดอิสระไปใช้ในการตัดสินใจลงทุนใน
หลักทรัพย์ได้อย่างถูกต้อง และเหมาะสมมากยิ่งขึ้น

2. แนวคิด ทฤษฎี และผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ในการศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ของกระแส
เงินสดอิสระกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ซึ่งจดทะเบียน

ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยได้ศึกษาแนวคิด ทฤษฎี บทความทางวิชาการ บัญชี วารสาร ตำราวิชาการ ผลงานวิจัยในประเทศและต่างประเทศ และฐานข้อมูลอิเล็กทรอนิกส์ ดังนี้

2.1 ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

Modigliani and Miller (1958) ได้พัฒนาทฤษฎีตัวแทนขึ้น และ Jensen and Meckling (1976) ได้มีการขยายขอบเขตของทฤษฎีซึ่งพบว่า ทุกคนย่อมมีแรงผลักดันในอันที่จะทำทุกอย่างเพื่อผลประโยชน์ส่วนตัวด้วยกันทั้งสิ้น ผู้บริหารพยายามหาหนทางสร้างมูลค่าสูงสุดให้กับกิจการก็ต่อเมื่อพิจารณาแล้วเห็นว่าสิ่งนั้นเอื้ออำนวยผลประโยชน์ให้กับตนด้วยในเวลาเดียวกัน สมมติฐานที่อยู่เบื้องหลังทฤษฎีตัวแทนก็คือ ทฤษฎีความเป็นกิจการ ซึ่งผู้เป็นเจ้าของกิจการ (ผู้ถือหุ้น) กับตัวผู้บริหารหรือผู้จัดการต่างฝ่ายต่างมีความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ซึ่งกันและกัน โดยที่ผู้บริหารมีแนวโน้มที่จะทำการตัดสินใจใดๆ ที่จะนำไปสู่การสร้างอรรถประโยชน์สูงสุดให้กับตัวเองโดยไม่คำนึงถึงการตัดสินใจนั้นจะก่อให้เกิดอรรถประโยชน์หรือความมั่งคั่งสูงสุดแก่ตัวผู้เป็นเจ้าของกิจการหรือไม่ (อภิเดช แวสุวรรณ, 2553)

เมื่อนำทฤษฎีตัวแทนนี้มาอธิบายความสัมพันธ์ในทางธุรกิจซึ่งเป็นความสัมพันธ์ที่เกิดจากความยินยอมพร้อมใจระหว่างบุคคลสองฝ่าย โดยที่บุคคลฝ่ายหนึ่งคือ ตัวแทน (Agent) หรือกลุ่มผู้บริหาร ตกลงที่จะทำการในฐานะที่เป็นตัวแทนให้กับอีกฝ่ายหนึ่งที่เรียกว่า ตัวการ (Principal) หรือผู้ถือหุ้น โดยที่แต่ละฝ่ายย่อมมีแรงจูงใจที่จะตัดสินใจที่จะก่อให้เกิดผลประโยชน์ส่วนตัว ความขัดแย้งกันในผลประโยชน์อาจเกิดขึ้นเมื่อแต่ละฝ่ายดำเนินการเพื่อแสวงหาผลประโยชน์ให้แก่ตนเองกล่าวคือ ผู้ถือหุ้นเป็นผู้มอบหมายให้ผู้บริหารดำเนินการแทนตน การที่ผู้ถือหุ้นไม่สามารถล่วงรู้ข้อมูลการตัดสินใจของผู้บริหารย่อมทำให้เกิดต้นทุนจากการมอบอำนาจดำเนินการขึ้น (Agency Costs) ซึ่งประกอบด้วยต้นทุนในการตรวจสอบผลการปฏิบัติงานของผู้บริหาร และต้นทุนในการจูงใจให้ผู้บริหารตัดสินใจดำเนินการที่ไม่ก่อให้เกิดความเสียหายแก่ผู้ถือหุ้น (วรศักดิ์ ทุมมานนท์, 2543)

2.2 ต้นทุนตัวแทน (Agency Costs)

ต้นทุนตัวแทน (Agency Costs) อาจจะมี

ขึ้นจากการควบคุมผลประโยชน์ที่ไม่สอดคล้องของผู้บริหาร ซึ่งเป็นตัวแทน (Agent) กับผู้ถือหุ้น โดยสัญญาหรือข้อตกลงที่ไม่สมบูรณ์ระหว่างผู้ถือหุ้นกับตัวแทนอาจทำให้เกิดปัญหาตัวแทน (Agency Problem) ดังนี้ (Jensen & Meckling, 1976)

2.2.1 มีปัญหาเกี่ยวกับการสร้างแรงจูงใจของตนเอง และมีแนวโน้มที่จะถือเอาผลประโยชน์ที่ได้จากตำแหน่งหน้าที่จากทรัพยากรของบริษัทด้วยการเพิ่มการใช้เอกสิทธิ์ และมีพฤติกรรมเกียจคร้านซึ่งนำไปสู่การเพิ่มขึ้นของต้นทุนตัวแทน

2.2.2 ในด้านการจัดการอาจไม่เลือกลงทุนในโครงการที่มีมูลค่าปัจจุบันสุทธิ (Net Present Value : NPV) ที่สูงที่สุด แต่อย่างหนึ่งที่เพิ่มขึ้นคือตัวแทนจะสนใจแต่ตัวเอง ซึ่งจะแสดงให้เห็นได้จากความเสี่ยงจากการลงทุนที่ไม่จำเป็น ดังนั้นการตัดสินใจของฝ่ายบริหารอาจทำให้เกิดการสูญเสียของมูลค่าในบริษัทเพราะโครงการที่ดีที่สุดไม่ถูกเลือก

รูปแบบของต้นทุนตัวแทน (Agency Costs) ที่เกิดจากปัญหาตัวแทน (Agency Problem) มีอย่างน้อย 3 รูปแบบคือ 1) ตรวจสอบค่าใช้จ่ายที่เกิดจากการกระทำของผู้บริหาร 2) ค่าใช้จ่ายที่ผูกพันในข้อสัญญา และ 3) การสูญเสียเนื่องจากการตัดสินใจของฝ่ายบริหาร

2.3 สมมติฐานเกี่ยวกับกระแสเงินสดอิสระ

กระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flows) หมายถึง กระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่เหลือ หลังจากหักรายจ่ายจากการลงทุน (จิราภรณ์ รุ่งศรีทอง, 2555)

สมมติฐานเกี่ยวกับกระแสเงินสดอิสระถูกนำเสนอครั้งแรกโดย Jensen ในปี 1986 โดย Jensen ได้อธิบายการเชื่อมโยงกระแสเงินสดอิสระเข้ากับทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ว่ากระแสเงินสดอิสระที่เป็นบวกอาจเป็นผลมาจากการใช้ทรัพยากรที่ไม่มีประสิทธิภาพของกิจการในการลงทุนที่ได้ผลตอบแทนต่ำกว่าต้นทุนของเงินทุน (Cost of Capital) นอกจากนี้การมีกระแสเงินสดอิสระที่มากเกินไปจะนำไปสู่การมีต้นทุนตัวแทน (Agency Costs) ที่สูงซึ่งเป็นภาระของผู้ถือหุ้น

2.4 ทฤษฎีเกี่ยวกับผลตอบแทน

ผลตอบแทน หมายถึง ผลตอบแทนหรือผลประโยชน์ที่ผู้ลงทุนได้รับจากการถือครองกรรมสิทธิ์

ผลตอบแทนอาจอยู่ในรูปของดอกเบี้ยรับ เงินปันผล รวมทั้งมูลค่าส่วนเพิ่มของราคาหลักทรัพย์ ณ วันสุดท้ายของระยะเวลาลงทุนที่สูงกว่าราคาทุนที่ซื้อหลักทรัพย์นั้น หรือกำไรส่วนทุน (Capital Gain)

ผลตอบแทนจากการลงทุนประเภทต่างๆ มักแสดงในรูปร้อยละ โดยเปรียบเทียบกับเงินลงทุนต้นงวด และมักคิดต่อระยะเวลาหนึ่งปี โดยเรียกรวมๆ ว่า "อัตราผลตอบแทน" ซึ่งเป็นตัวบ่งบอกถึงผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนได้รับหรือจะได้รับในหนึ่งงวดจากการลงทุนประเภทนั้นๆ ดังนั้นผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ในงานวิจัยนี้จะใช้วิธีซื้อสินทรัพย์แล้วถือครองในระยะยาว (BuyandHold Strategy) สาเหตุที่ใช้วิธีนี้เป็นตัวแทนของผลตอบแทนจากหลักทรัพย์เนื่องจากวิธีซื้อสินทรัพย์แล้วถือครองในระยะยาวไว้เป็นวิธีที่ดีที่สามารถอธิบายความสามารถของพอร์ตที่ถูกจัดขึ้นได้ เนื่องจากไม่จำเป็นต้องมีการเปลี่ยนหุ้นในพอร์ตบ่อยๆ ซึ่งจะนำไปสู่การเสียต้นทุนของรายการที่มากขึ้น ดังนั้นวิธีนี้จึงมีโอกาที่จะสร้างผลตอบแทนที่มากกว่าให้กับนักลงทุน (อังกูร วิริยจารี, 2554)

โดยผลตอบแทนจากการลงทุนโดยวิธีถือครองในระยะยาวจะประกอบด้วยองค์ประกอบ 2 ส่วน คือ

1) Yield คือ กระแสเงินสดหรือรายได้ที่นักลงทุนจะได้รับระหว่างช่วงระยะเวลาลงทุน อาจอยู่ในรูปของเงินสด เงินปันผลหรือดอกเบี้ย ที่ผู้ออกตราสารหรือหลักทรัพย์จ่ายให้แก่ผู้ถือ

2) Capital Gain (loss) คือ กำไร (หรือขาดทุน) จากการขายหลักทรัพย์ได้ในราคาที่สูงขึ้น (หรือต่ำลง) กว่าราคาซื้อ หรือเรียกว่า การเปลี่ยนแปลงราคา (Price change) ของหลักทรัพย์ ดังนั้นผลตอบแทนรวมของหลักทรัพย์ (Total Return) ก็คือ ผลรวมของผลตอบแทนจากกระแสเงินสดหรือรายได้ที่นักลงทุนได้รับระหว่างงวดกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์นั้น (Total Return = Yield + Price Change)

2.5 ทฤษฎีความเสี่ยงในการลงทุน

ความเสี่ยงจากการลงทุน หมายถึง โอกาสที่จะไม่ได้รับอัตราผลตอบแทนตามที่คาดไว้ ซึ่งถ้าอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนมีความไม่แน่นอนมากขึ้น การลงทุนนั้นก็ยิ่งมีความเสี่ยงมากขึ้น ความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์แบ่งออกเป็น 2 ประเภท คือ (นันทพงษ์มยุรศักดิ์, 2555)

2.5.1 ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) คือ ความเสี่ยงที่เกิดจากปัจจัยที่บริษัทไม่สามารถควบคุมได้ และส่งผลกระทบต่อทุกๆ หลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ ได้แก่ ความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ย ความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงในอำนาจซื้อ และความเสี่ยงในตลาด

1) ความเสี่ยงในอัตราดอกเบี้ย (Interest Rate Risk) คือ ความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนอันเนื่องมาจากการเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ยทั่วไป การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยมีผลต่อหลักทรัพย์ต่างๆ ในทางเดียวกัน เช่น ถ้าอัตราดอกเบี้ยในตลาดเปลี่ยนแปลงสูงขึ้นราคาของหลักทรัพย์จะลดต่ำลง แต่จะมากหรือน้อยย่อมขึ้นอยู่กับชนิดของหลักทรัพย์

2) ความเสี่ยงในอำนาจซื้อ (Purchasing Power Risk) คือ ความเสี่ยงที่เกิดจากที่อำนาจซื้อของเงินลดลง ถึงแม้ว่าตัวเงินที่ได้รับจากรายได้ยังคงเท่าเดิมก็ตาม สาเหตุสำคัญที่ทำให้เกิดความเสี่ยงในอำนาจซื้อก็คือภาวะเงินเฟ้อ (Inflation) ถ้าภาวะเงินเฟ้อยิ่งรุนแรงค่าของเงินก็จะลดลงอย่างมาก

3) ความเสี่ยงทางการตลาด (Market Risk) คือ ความเสี่ยงที่เกิดจากการสูญเสียในเงินลงทุน ซึ่งเป็นผลสืบเนื่องมาจากการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นในตลาดหุ้น การเปลี่ยนแปลงในราคาหุ้นนี้เกิดจากการคาดคะเนของผู้ลงทุนที่มีต่อความก้าวหน้าของบริษัทนั้น หรือการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นในตลาดเป็นไปตามอุปสงค์และอุปทาน ซึ่งอยู่เหนือการควบคุมของบริษัท สาเหตุเหล่านี้ได้แก่ สงครามที่เกิดขึ้นโดยไม่คาดคิด ความเจ็บป่วยหรือการตายของผู้บริหารประเทศ

2.5.2 ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (Unsystematic Risk) คือ ความเสี่ยงที่ทำให้ธุรกิจนั้นเกิดการเปลี่ยนแปลงผิดไปจากธุรกิจอื่น หรือความเสี่ยงที่เกิดขึ้นเฉพาะกับตัวธุรกิจนั้นๆ ไม่มีผลต่อธุรกิจอื่น ได้แก่ การนัดหยุดงานของคนงานในธุรกิจ ความผิดพลาดของผู้บริหาร การค้นพบสิ่งใหม่ การแข่งขันด้านการโฆษณา การเปลี่ยนแปลงรสนิยมของผู้บริโภค สิ่งเหล่านี้เกิดขึ้นแล้วจะทำให้อัตราผลตอบแทนต้องเปลี่ยนแปลงไป ความเสี่ยงลักษณะนี้ได้แก่ ความเสี่ยงทางธุรกิจซื้อเป็นความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงความสามารถในการหาทำกำไรของ

บริษัทซึ่งเป็นเหตุให้ผู้ลงทุนต้องสูญเสียรายได้หรือเงินลงทุน ประกอบด้วย ความเสี่ยงทางการเงิน ความเสี่ยงทางการบริหาร และความเสี่ยงทางอุตสาหกรรม

1) ความเสี่ยงทางการเงิน (Financial Risk) หมายถึง โอกาสที่ผู้ลงทุนจะสูญเสียรายได้และเงินลงทุน หากบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ไม่มีเงินชำระหนี้หรือถึงกับล้มละลาย ความเสี่ยงทางการเงินของธุรกิจผู้ออกหลักทรัพย์จะเพิ่มขึ้นด้วยสาเหตุต่างๆ เช่น มีการกู้เพิ่มขึ้น ราคาวัตถุดิบสูงขึ้น มีคู่แข่งเพิ่มขึ้น เงินทุนของบริษัทขาดสภาพคล่อง เป็นต้น

2) ความเสี่ยงทางการบริหาร (Management Risk) เป็นความเสี่ยงอันเกิดจากการบริหารงานของผู้บริหาร เช่น ความผิดพลาดในการตัดสินใจของผู้บริหาร การทุจริตของผู้บริหาร เป็นต้น

3) ความเสี่ยงทางอุตสาหกรรม (Industry Risk) เป็นความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากแรงผลักดันบางอย่างที่ทำให้ผลตอบแทนของธุรกิจทุกแห่งในอุตสาหกรรมประเภทเดียวกัน หรือบางอุตสาหกรรมได้รับผลกระทบ เช่น เมื่อสภาพแรงงานในอุตสาหกรรมสิ่งทอนัดหยุดงานธุรกิจต่างๆ ในอุตสาหกรรมประเภทนั้น ลูกค้าของอุตสาหกรรมประเภทนั้น และผู้ขายวัตถุดิบจะได้รับผลกระทบ

2.6 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

รุ่งทิพย์ ไหมทอง (2553) ได้ศึกษาการเปรียบเทียบความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดอิสระและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจต่อราคาหุ้นกลุ่มพลังงานในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในปี พ.ศ. 2549-2551 โดยทำการวิเคราะห์หาความสัมพันธ์โดยใช้การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) และการวิเคราะห์การถดถอย (Regression Analysis) ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดอิสระกับราคาหุ้นกลุ่มพลังงานในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบค่า Sig. เท่ากับ 0.506 ที่ระดับความเชื่อมั่นที่ 95% จึงสรุปได้ว่ากระแสเงินสดอิสระไม่มีความสัมพันธ์ต่อราคาหุ้นกลุ่มพลังงาน

ปรียาภรณ์ อ่อนแก้ว (2555) เปรียบเทียบความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของกระแสเงินสดอิสระและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ. 2545-2547 รวมระยะเวลา 3 ปี โดยใช้การวิเคราะห์

สหสัมพันธ์และการวิเคราะห์ความถดถอยแบบภาคตัดขวาง ผลการศึกษาพบว่ากระแสเงินสดอิสระมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้

Wang (2010) ตรวจสอบความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดอิสระและต้นทุนตัวแทนที่มีต่อผลการดำเนินงานของกิจการ โดยใช้ข้อมูลจากบริษัทที่จดทะเบียนในประเทศไต้หวันโดยในการศึกษานี้ใช้ตัวแปรกระแสเงินสดอิสระ เป็นมาตรฐานในการวัดกับตัวแปรทดแทนซึ่งเป็นตัวแทนของต้นทุนตัวแทน คือ การหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (Total Asset Turnover) อัตราค่าใช้จ่ายจากการดำเนินงาน (Operating Expense Ratio) อัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการบริหาร (Administrative Expense Ratio) อัตราส่วนค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับ R&D และการโฆษณา (Advertising and R&D Expense Ratio) ความผันผวนของกำไรสุทธิจากการดำเนินงาน (Volatility of Net Operating Income) ความผันผวนของกำไรสุทธิ (Volatility of Net Income) นอกจากนี้ยังวัดไปถึงผลกระทบที่เกิดกับประสิทธิภาพการดำเนินงาน และผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์อีกด้วย ผลการศึกษาพบว่ากระแสเงินสดอิสระมีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญกับต้นทุนตัวแทน และพบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในเชิงบวกระหว่างกระแสเงินสดอิสระกับประสิทธิภาพการดำเนินงานและผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ของบริษัท

Chiu, C. (2013) ศึกษาอัตราส่วนกระแสเงินสดอิสระกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ โดยใช้ตัวแปรอิสระ 5 ตัว ในการอธิบายอัตราผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ ซึ่งพัฒนามาจาก Model ของ Fama and French ได้แก่ อัตรากระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow Rate) อัตราการเติบโตขององค์กร (Corporate Growth Rate) มูลค่าของขนาดองค์กร (Log Value of Corporation Size) อัตราสินทรัพย์ถาวร (Fixed Asset Rate) และอัตราหนี้สินระยะยาว (Long-Term Liability Rate) โดยใช้สถิติ Regression Analysis ในการทดสอบ ผลการวิจัยพบว่าอัตราส่วนกระแสเงินสดอิสระ Free Cash Flow (FCF) มีผลกระทบเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับราคาหลักทรัพย์ โดย Free Cash Flow (FCF) ที่สูงจะบ่งชี้ว่าราคาหุ้นที่สูงขึ้น

Ali SamakoshGalogahet al. (2013) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดอิสระกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์โดยใช้ตัวอย่างจาก 140 บริษัทที่จด

ทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ Tehran ในช่วงปี 2006-2011 มาทดสอบสมมติฐานด้วย การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ผลการวิจัยแสดงให้เห็นว่ามีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญระหว่างกระแสเงินสดอิสระกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์

จากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดอิสระกับความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์สรุปได้ว่า ผลการวิจัยการจัดกระจายโดยแบ่งเป็นสองกระแสหลัก ได้แก่ ฝ่ายที่พบความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดอิสระกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับฝ่ายที่ไม่พบความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดอิสระกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์โดยฝ่ายที่พบความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดอิสระกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ยังมีผลการค้นพบที่แตกต่างกัน โดยฝ่ายหนึ่งพบว่ากระแสเงินสดอิสระมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานกระแสเงินสดอิสระของ Jensen (1986) ที่ให้เหตุผลว่าการมีกระแสเงินสดอิสระที่มากเกินไปจะทำให้บริษัทเสียโอกาสในการลงทุนโครงการดีๆ ที่มีมูลค่าปัจจุบันสุทธิ (Net Present Value : NPV) สูง และยังก่อให้เกิดปัญหาต้นทุนตัวแทน (Agency Costs) อีกด้วยเช่น Ali SamakoshGalogahet al. (2013) ในขณะที่อีกฝ่ายหนึ่งพบว่ากระแสเงินสดอิสระมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในเชิงบวกกับประสิทธิภาพการดำเนินงานและผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ของบริษัทตอบโต้ทฤษฎีกระแสเงินสดอิสระของ Jensen โดยให้เหตุผลว่าบริษัทที่มีระดับของกระแสเงินสดอิสระสูง จะทำงานได้ดีกว่าบริษัทที่มีกระแสเงินสดอิสระระดับต่ำ นอกจากนี้ยังพบว่านักลงทุนส่วนใหญ่จะสนับสนุนบริษัทที่มีกระแสเงินสดอิสระสูงมากกว่าบริษัทที่มีกระแสเงินสดอิสระระดับต่ำ เช่น Wang (2010) และ Chiu, C. (2013) ในขณะที่ฝ่ายที่ไม่พบความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดอิสระกับราคาหลักทรัพย์มองว่านักลงทุนอาจไม่ใช้กระแสเงินสดอิสระ เป็นเครื่องมือช่วยในการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ จึงทำให้ราคาหลักทรัพย์ไม่มีความสัมพันธ์กับกระแสเงินสดอิสระเช่น รุ่งทิพย์ ไหมทอง (2553)

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดอิสระที่มีต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET 100

ประโยชน์ของการวิจัย

1. เพื่อให้ทราบถึงทิศทางความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดอิสระที่มีต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์
2. เพื่อเป็นแนวทางให้นักลงทุนนำกระแสเงินสดอิสระไปใช้ในการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ที่สนใจได้อย่างเหมาะสมและถูกต้องมากขึ้น

วิธีการดำเนินการวิจัย

1. ประชากร ได้แก่บริษัทซึ่งจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. กลุ่มตัวอย่าง ได้แก่บริษัทซึ่งจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100 โดยเก็บข้อมูลตั้งแต่ปี พ.ศ. 2551 ถึง 2556 จำนวน 6 ปี โดยยกเว้นกลุ่มธนาคาร เงินทุนหลักทรัพย์ และประกันภัย เนื่องจากมีลักษณะโครงสร้างเงินทุนที่ต่างไปจากกลุ่มธุรกิจอื่น
3. การเก็บรวบรวมข้อมูลข้อมูลสำคัญสำหรับใช้ในการวิจัยครั้งนี้เป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) เนื่องจากงานวิจัยครั้งนี้เป็นงานวิจัยเชิงประจักษ์ (Empirical Research) ประกอบด้วยข้อมูลของงบการเงินและหมายเหตุประกอบงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ข้อมูลดัชนีหลักทรัพย์ และข้อมูลราคาตลาดของหุ้นสามัญ โดยช่วงเวลาที่ใช้ทดสอบตั้งแต่ปี พ.ศ. 2551-2555 รวม 5 ปี (ซึ่งจะเก็บข้อมูลตั้งแต่ปี พ.ศ. 2551-2556 รวม 6 ปี) แหล่งข้อมูลที่ใช้มาจากฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SETSMART) โดยมีรายละเอียดการเก็บข้อมูล ดังนี้

3.1 เก็บรวบรวมข้อมูลราคาหลักทรัพย์ของบริษัทในกลุ่ม SET100 ซึ่งเป็นกลุ่มตัวอย่างของงานวิจัยนี้ จะเก็บสถิติของราคาหลักทรัพย์ เป็นรายปีตั้งแต่ปี พ.ศ. 2551-2556 หากสามารถทราบวันนำส่งงบการเงิน จะใช้ราคาปิดของหลักทรัพย์ ณ วันที่นำส่งงบการเงิน แต่หากกิจการนำส่งงบการเงินฉบับสอบทานหลังจากกำหนดเวลา

นำส่ง ใช้ราคาหลักทรัพย์ ณ วันที่นำส่งงบการเงิน และหลักทรัพย์ใดที่ไม่มีการซื้อขายในวันที่นำส่งงบการเงิน ใช้ราคาหลักทรัพย์ ณ วันแรกที่มีการซื้อขายภายใน 5 วันทำการ นับตั้งแต่วันที่ตลาดหลักทรัพย์ประกาศข่าวการรับงบการเงิน (ฐิตาภรณ์สินจรรย์ศักดิ์, 2550)

3.2 เก็บรวบรวมข้อมูลทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากแบบรายงาน 56-1 ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2551-2556

4. การวิเคราะห์ข้อมูลวิเคราะห์ข้อมูลวิเคราะห์ข้อมูลจากการเก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิเพื่อประมวลผลโดยใช้โปรแกรมคอมพิวเตอร์สำเร็จรูปทางสถิติ ดังนี้

4.1 การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) เพื่ออธิบายค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด ค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน และการกระจายข้อมูลของตัวแปรต่างๆ ที่ใช้ในการศึกษา โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้ทราบลักษณะโดยทั่วไปของตัวแปรที่เก็บรวบรวมมา

4.2 การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) ใช้สถิติการวิเคราะห์การวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เพื่อทดสอบสมมติฐานเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดอิสระกับผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์โดยดัดแปลงจากแบบจำลองของ Wang (2010) ซึ่งมีรายละเอียดดังนี้

$$RI_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(FCF)_{i,t-1} + \beta_2(Size)_{i,t} + \beta_4(Rm)_{i,t} + e_{i,t}$$

โดยที่ RI	ผลตอบแทนจากหลักทรัพย์
FCF	กระแสเงินสดอิสระ
Size	ขนาดของบริษัท
Rm	ความเสี่ยงจากมูลค่าของตลาด
i	บริษัทที่จดทะเบียนในกลุ่ม SET100
t	ปี 2551 – 2555

1) ตัวแปรอิสระ (Independent Variables)

ตัวแบบอิสระของกระแสเงินสดอิสระในงานวิจัยนี้ใช้ตัวแบบของ Wang (2010) ที่พัฒนามาจากคำนิยามที่ว่ากระแสเงินสดอิสระเป็นกำไรก่อนหักภาษีลบรายจ่ายฝ่ายทุน โดยตัวแบบนี้ได้รับการพัฒนาภายใต้การ

พิจารณาถึงขนาดของบริษัท โดยกระแสเงินสดอิสระจะได้รับการปรับ Scale โดยใช้ยอดขาย เพื่อให้ขนาดของข้อมูลเป็นอัตราส่วนและมีขนาดใกล้เคียงกัน

$$FCF_{i,t-1} = \frac{OCF_{i,t-1} - Tax_{i,t-1} - IExp_{i,t-1} - CDiv_{i,t-1} - pDiv_{i,t-1}}{Sales_{i,t-1}}$$

โดยที่ OCF	เป็นกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน
Tax	เป็นภาษีเงินได้
IExp	เป็นดอกเบี้ยจ่าย
CDiv	เป็นเงินปันผลหุ้นสามัญ
pDiv	เป็นเงินปันผลหุ้นบุริมสิทธิ
Sales	เป็นยอดขายสุทธิ

2) ตัวแปรตาม (Dependent Variable)

ผลตอบแทนจากหลักทรัพย์จะคำนวณจากผลตอบแทนจากระยะเวลาที่มีการถือครองจากเวลา t-1 ถึง t โดยสามารถเขียนเป็นสูตรคำนวณได้ดังนี้

$$RI_{i,t-1} = \frac{(P_{i,t} - P_{i,t-1}) + DPS_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$$

โดยที่ P	เป็นราคาปิดของบริษัท
DPS	เป็นเงินปันผลของบริษัท

3) ตัวแปรควบคุม (Control Variables)

ตัวแปรควบคุมเป็นตัวแปรที่คาดว่าจะมีความสัมพันธ์กับตัวแปรตาม นอกเหนือจากตัวแปรอิสระด้วย ซึ่งจากการศึกษาเรื่องผลตอบแทนจากหลักทรัพย์จากงานวิจัยที่ผ่านมา พบว่าตัวแปรบางตัวมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ ดังนั้น ในงานวิจัยนี้จึงจะควบคุมปัจจัยที่มีผลกระทบนั้น เพื่อลดปัญหาของโอกาสที่ตัวแปรที่ไม่ได้นำมาศึกษาบางตัวอาจมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ได้โดยพบตัวแปรควบคุม ดังนี้

ขนาดของกิจการ (Size) ถูกใช้เป็นตัวแปรควบคุมเนื่องจากมีหลายวรรณกรรมที่ระบุว่าบริษัทขนาดใหญ่อาจนำไปสู่มูลค่าที่สูงขึ้นของบริษัท (Grullon and Michaely, 2002)

ความเสี่ยงจากมูลค่าของตลาด (Rm) เป็นตัวแปรที่ใช้ผลตอบแทนที่ได้จากดัชนีของตลาด (SET Index) เพื่อควบคุมผลกระทบจากความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) จากมูลค่าของตลาดโดยคำนวณได้จากสูตรดังนี้

$$Size_{i,t} = Sales_{i,t}$$

$$Rm_{i,t} = \frac{X_{i,t} - X_{i,t-1}}{X_{i,t-1}}$$

โดยที่ X เป็นดัชนีของตลาด (SET Index)
Sales เป็นยอดขายสุทธิของบริษัท

ผลการวิจัย

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนาเพื่ออธิบายตัวแปรต่างๆ ที่ใช้ในการศึกษานี้พบว่าความเสี่ยงจากมูลค่าของตลาดซึ่งได้จากผลตอบแทนจากดัชนีของตลาด (SET Index) มีความผันผวนค่อนข้างสูง อาจเพราะความแปรปรวนอันเนื่องมาจากปัจจัยแวดล้อมต่างๆ ทั้งในประเทศและต่างประเทศ เช่น ปัญหาด้านการเมือง ภาวะเศรษฐกิจ เป็นต้น ผลตอบแทนจากหลักทรัพย์จะมีค่าเฉลี่ยผันผวนตามผลตอบแทนของตลาด ค่าเฉลี่ยของขนาดกิจการมีแนวโน้มสูงขึ้น อาจเนื่องมาจากการเติบโตของยอดขายในบริษัทกลุ่มตัวอย่าง หรือปัญหาเงินเฟ้อ และค่าเฉลี่ยของกระแสเงินสดอิสระทุกปีมีค่าเป็นบวก ซึ่งอาจแสดงถึงนโยบายในการบริหารจัดการเกี่ยวกับเงินสดของบริษัทส่วนใหญ่ในกลุ่มเป้าหมายมีกระแสเงินสดอิสระในทางบวก

ตารางที่ 1 แสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน

	RI	FCF	Size	Rm
RI	1	-.132(*)	-.141(*)	.243(**)
FCF	-.132(*)	1	-.225(**)	.004
Size	-.141(*)	-.225(**)	1	-.007
Rm	.243(**)	.004	-.007	1

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

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

จากตารางที่ 1 ผลของการทดสอบความสัมพันธ์ (Correlations) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 พบว่าความเสี่ยงจากมูลค่าตลาดมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ เท่ากับ 0.243 ผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับกระแสเงินสดอิสระ โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ เท่ากับ -0.132 ผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับขนาดของธุรกิจ โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ เท่ากับ -0.141 โดยตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมที่พบความสัมพันธ์กับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์มากที่สุด คือ ความเสี่ยงจากมูลค่าตลาด รองลงมาคือ ขนาดกิจการ และ กระแสเงินสดอิสระ ตามลำดับ

เนื่องจากการศึกษาความสัมพันธ์โดยใช้สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน (Pearson's Correlation) สามารถบอกได้เพียงระดับของความสัมพันธ์ว่ามากน้อยเพียงใด แต่บอกไม่ได้ว่าตัวแปรใดเป็นตัวแปรอิสระหรือตัวแปรตาม ดังนั้นผู้วิจัยจึงได้นำเอาตัวแปรอิสระและตัวแปรตามมาทำการวิเคราะห์ เพื่ออธิบายค่าของตัวแปรตามจากค่าของตัวแปรอิสระทั้งหลายกับสัมประสิทธิ์การถดถอยของตัวแปรอิสระ โดยผู้วิจัยได้ทำการทดสอบข้อตกลงเบื้องต้นในการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นแบบพหุพบว่าข้อมูลไม่มีการเรียงตัวเป็นเส้นตรง ซึ่งไม่เป็นไปตามข้อตกลงเบื้องต้นในการใช้สถิติการทดสอบพหุคูณ ซึ่งกำหนดว่าข้อมูลจะต้องมีลักษณะเรียงตัวเป็นเส้นตรง ซึ่งหากข้อมูลไม่เข้าเงื่อนไขดังกล่าวจะทำให้

ประสิทธิภาพของการทดสอบลดลง นำไปสู่การสรุปผลการวิเคราะห์ที่ผิดพลาดและขาดความน่าเชื่อถือได้ดังนั้นผู้วิจัยจึงแก้ปัญหาด้วยการแปลงข้อมูล (Data Transformation) โดยใช้วิธีการทางสถิติ (Statistical Methods)

จากการแปลงข้อมูล (Data Transformation) ผู้วิจัยพบว่าตัวแปรขนาดกิจการ (Size) ซึ่งมีค่าไม่เหมาะสมในการทดสอบ ดังนั้นผู้วิจัยจึงตัดออกจากการทดสอบการถดถอยพหุคูณ

ตารางที่ 2 แสดงค่าสัมประสิทธิ์ของสมการถดถอยพหุคูณ และการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดอิสระและผลตอบแทนจากหลักทรัพย์

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	.458	.127		3.606	.000
FCF	-.178	.090	-.124	-1.971*	.050
Rm	.740	.197	.236	3.760**	.000
R			.267 (a)		
R Square (R2)			.071		
Adjusted R Square			.063		
Std. Error of the Estimate			.4162		

a. Predictors: (Constant), Rm, FCF
 Dependent Variable : ผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ (RI)
 * Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).
 ** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

จากตารางที่ 2 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดอิสระและผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ด้วยการถดถอยพหุคูณพบว่าความเสี่ยงจากมูลค่าตลาดมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ และกระแสเงินสดอิสระมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์พหุคูณเท่ากับ 0.267 และสามารถร่วมกันพยากรณ์ความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดอิสระกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ ได้ร้อยละ 7.1 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 โดยมีความคลาดเคลื่อนมาตรฐานในการพยากรณ์เท่ากับ 0.4162 โดยตัวแปรที่ส่งผลต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์มากที่สุด คือ ความเสี่ยงจากมูลค่าตลาด รองลงมา คือ กระแสเงินสดอิสระ ตามลำดับ

อภิปรายผล

ในการศึกษาเพื่ออธิบายความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดอิสระกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ พบว่า กระแสเงินสดอิสระมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ โดยสอดคล้องกับสมมติฐานเกี่ยวกับกระแสเงินสดอิสระของ Jensen (1986) ซึ่งมองว่าการมีกระแสเงินสดอิสระที่มากเกินไปจะนำไปสู่ค่าใช้จ่ายตัวแทน (Agency Costs) และทำให้บริษัทพลาดโอกาสการลงทุนในโครงการที่มีมูลค่าปัจจุบันสุทธิ (Net Present Value : NPV) ที่เป็นบวก โดยนักลงทุนในหลักทรัพย์ส่วนใหญ่จะเลือกลงทุนในธุรกิจที่มีการสร้างกำไรอย่างต่อเนื่อง ดังนั้นการที่กิจการนำเงินสดไปลงทุนเพื่อเพิ่มผลกำไร จึงทำให้ผลตอบแทนจากหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น

นอกจากนี้ยังพบว่าผลตอบแทนจากหลักทรัพย์มีความผันผวนตามความเสี่ยงของตลาดมากกว่าตัวกระแสเงินสดอิสระ ดังนั้นนอกจากการใช้ประโยชน์จากอัตราส่วนกระแสเงินสดอิสระเป็นอีกหนึ่งเครื่องมือในการช่วยตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ที่สนใจแล้ว นักลงทุนควรให้ความสำคัญกับปัจจัยต่างๆ ที่กระทบต่อตลาดด้วย เช่น ปัญหาด้านการเมือง หรือ ภาวะเศรษฐกิจ เป็นต้น

ข้อเสนอแนะ

1. ข้อเสนอแนะในการนำผลวิจัยไปใช้

1.1 แม้ว่าในปัจจุบันนักลงทุนจะให้ความสนใจกับหลักทรัพย์ที่มีกระแสเงินสดอิสระในทิศทางที่เป็นบวก แต่กระแสเงินสดอิสระของหลักทรัพย์ที่น้อยกว่าอีกหลักทรัพย์หนึ่ง อาจแสดงถึงการนำเงินสดไปลงทุนเพื่อให้เกิดกำไรในอนาคต ดังนั้นนักลงทุนจึงควรนำกระแสเงินสดอิสระไปใช้เป็นตัววัดผลในเชิงบัญชีบริหาร ประกอบกับปัจจัยอื่นๆ ในการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ที่สนใจ

1.2 นอกจากการใช้อัตราส่วนกระแสเงินสดอิสระเป็นเครื่องมือในการช่วยตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ที่สนใจแล้ว นักลงทุนควรให้ความสำคัญกับปัจจัยต่างๆ ที่กระทบต่อตลาดหลักทรัพย์ด้วย เช่น การเมือง หรือ ภาวะเศรษฐกิจ เป็นต้น

2. ข้อเสนอแนะสำหรับการทำวิจัยครั้งต่อไป

2.1 การศึกษาวิจัยในครั้งนี้ ผู้วิจัยศึกษาความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดอิสระกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ โดยใช้กลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเฉพาะกลุ่ม SET100 ซึ่งถ้าหากนำกลุ่มอื่นๆ มาใช้ศึกษาในครั้งต่อไป อาจทำให้ได้ผลการศึกษาที่แตกต่างกันออกไป ซึ่งจะก่อให้เกิดประโยชน์และข้อสังเกตใหม่ที่น่าสนใจมากยิ่งขึ้น

2.2 ในการศึกษาครั้งนี้พบว่าอัตราส่วนกระแสเงินสดอิสระมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์โดยใช้ข้อมูลตั้งแต่ปี 2551-2555 ระยะเวลา 5 ปี อย่างไรก็ตามผลการศึกษาที่ได้เป็นผลจากช่วงเวลาการศึกษา 5 ปีเท่านั้นในการศึกษาครั้งต่อไปควรเพิ่มระยะเวลาในการศึกษาข้อมูลให้มากขึ้น เพื่อให้ได้ผลการวิจัยที่มีประโยชน์มากขึ้น

เอกสารอ้างอิง

จิราภรณ์ รุ่งศรีทองและ คณะ. (2555). **ก้าวแรกสู่งานนักลงทุนสัมพันธ์ (Investor Relations Handbook)**. กรุงเทพฯ : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.

จิตาภรณ์ สิ้นจรรย์ศักดิ์. (2550). “การศึกษามูลค่าทางบัญชีและกำไรทางบัญชีในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ ของกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ ซึ่งจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย”. ว.วิจัยมหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี. 10(2), 70-78.

นันทพงษ์ มยุรศักดิ์. (2555). การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทน ความเสี่ยง การประเมินราคาหุ้นและการจัดพอร์ตการลงทุน ในหุ้นกลุ่มพลังงาน โดยวิธี CAPM. วิทยานิพนธ์ปริญญาเศรษฐศาสตรบัณฑิตมหาบัณฑิตคณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย.

ประวัฒน์ เบญญาศรีสวัสดิ์. (2555). “ความน่าเชื่อถือได้ของข้อมูลบัญชี”. วารสารนักบริหาร. 32(1), 39-42.

ปริยาภรณ์ อ่อนแก้ว. (2555). การเปรียบเทียบความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของกระแสเงินสดอิสระและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจกรณีศึกษา : บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญาบัญชิตมหาบัณฑิตคณะการจัดการและการท่องเที่ยว มหาวิทยาลัยบูรพา.

รุ่งทิพย์ ไหมทอง. (2553). การเปรียบเทียบความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดอิสระและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ต่อราคาหุ้นกลุ่มพลังงานในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญาบัญชิตมหาบัณฑิตคณะการจัดการและการท่องเที่ยว มหาวิทยาลัยบูรพา.

วรศักดิ์ ทุมมานนท์. (2543). **คุณรู้จัก Creative accounting และคุณภาพกำไร แล้วหรือยัง?**. กรุงเทพฯ : ไอโอนิค อินเตอร์เทรด รีซอสเสส.

สภาวิชาชีพบัญชี. (2 พฤศจิกายน 2556). **แม่บทการบัญชี (ปรับปรุง 2552)**. (ออนไลน์). แหล่งที่มา : <http://>

- utcc2.utcc.ac.th/faculties/accountancy/upload/Framwork.pdf.
- สัจภา ทองประสาร, ชื่นใจจันทร์บุญพงษ์, และปิยาภา วัฒนโน. (3 พฤศจิกายน 2556). **SET Note Quarterly Corporate Update Volume Q2/2005**. (ออนไลน์). แหล่งที่มา : http://www.set.or.th/setresearch/setnote_corp_p1.html.
- อภิเดช แวสุวรรณ. (2553). **ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย**. วิทยานิพนธ์ปริญญาบัญชีมหาบัณฑิตคณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชีมหาวิทยาลัยจุฬาลงกรณ์.
- อังกร วริยจारी. (2554). **ข้อมูลทางบัญชีกับการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุน**. วิทยานิพนธ์ปริญญาบัญชีมหาบัณฑิตคณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชีมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- Ali SamakoshGalogah, AbbasaliPouraghajan, KhosroFag-haniMakrani. (2013). The Investigation of Relation-ship between Free Cash Flows and Stock Return : Evidence from Tehran Stock Exchange. **World of Sciences Journal (WSJ)**. 1(12), 62-69.
- Chiu, C. (2013). "The free cash flow rate on the stock return rate". **Journal of Accounting, Finance & Management Strategy**. 8(1), 1-22.
- G. Grullon and R. Michaely. (2002). "Dividends, Share Repurchases and the Substitution Hypothesis". **Journal of Finance**. 57(5), 1649-1684.
- G. Wang. (2010). "The Impacts of Free Cash Flows and Agency Costs on Firm Performance". **Journal of Service Science and Management**. 3(4), 408-418.
- M. C. Jensen and W. H. Meckling.(1976). "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". **Journal of Financial Economics**. 3(4), 305-360.
- Thailand Securities Institute(TSI). (2 พฤศจิกายน 2556). **การลงทุน จุดเริ่มต้นของความมั่งคั่ง**. (ออนไลน์). แหล่งที่มา : http://www.tsi-thailand.org/index.php?option=com_content&task=view&id=1746&Itemid=1523.
- Thailand Securities Institute(TSI). (2 พฤศจิกายน 2556). **อ่านงบการเงินอย่างไรให้ได้ประโยชน์**. (ออนไลน์). แหล่งที่มา : http://www.tsi-thailand.org/content/swf_account_tracking/presentation.html.
- Womack, B. (2006). "Cash flow for beginners". **Better Investing**. 55, 36-39.