การเปรียบเทียบความสัมพันธ์ผลการดำเนินงานกับรายการคงค้างส่งผลต่อ ผลตอบแทนในอนาคตเพื่อการตัดสินใจลงทุน ความแตกต่างระหว่างตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) กับตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)

Comparison of the relationship between operating results and accrual items affects Future returns for investment decisions. Differences between the Stock Exchange of Thailand (SET) and the Market for Alternative Investment (MAI)

ณปภัช สุขนันทศักดิ์[1]และ พิเชษฐ์ สิทธิโชคสกุลชัย[2]

Napaphat Sukanantasak[1] and Pichet Sittichoksakunchai.[2]

Received February 25, 2026; Retrieved November 8, 2026; Accepted November 9, 2026

บทคัดย่อ

บทความวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาการเปรียบเทียบความสัมพันธ์ผลการดำเนินงานกับรายการคงค้าง ส่งผลต่อ ผลตอบแทนในอนาคตเพื่อการตัดสินใจลงทุน ความแตกต่างระหว่างตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) กับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เอ็ม เอ ไอ (MAI) โดยมุ่งศึกษาการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้าง ใช้รูปแบบการวิจัยเชิงปริมาณกลุ่มตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ระหว่างปี 2563 และ 2566 ประชากรในการศึกษาทั้งสิ้น 838 บริษัท ยกเว้นกลุ่มธุรกิจการเงินการวิจัยเชิงประจักษ์ ผลการวิจัยพบว่า ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย(SET) ได้แสดงค่า R Square .049 และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เอ็ม เอ ไอ(MAI) ได้แสดงค่า R Square .072 แนวโน้มปัจจัยผลการดำเนินงานกับรายการคงค้างส่งผลต่อ ผลตอบแทนในอนาคตเพื่อการตัดสินใจลงทุนโดยตัวแปรผ่านรายการคงค้างเป็นตัวแปรส่งผ่านมีผลลัพธ์ที่ชัดเจนมีบทบาทสำคัญมากในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)ในขณะที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) มีความสัมพันธ์กับภาพลักษณ์การกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG) เชิงบวก และการขยายตัวกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุน (CFI) ที่มากขึ้นตามสมมติฐานที่ว่ารายการคงค้างเป็นตัวแปรส่งผ่านมีผลต่อการพยากรณ์จริงอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) การวัดผลการวิจัยตลาดหลักทรัพย์ (SET) เปรียบเทียบตลาดหลักทรัพย์ (MAI) มีปัจจัยที่ขับเคลื่อน

[1,2] สาขาวิชาวิทยาการจัดการ, มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช

School of Management Sciences, Sukhothai Thammathirat Open University

Email: napaphat.suk@stou.ac.th ; Pichet.Sit@stou.ac.th

ตลาดราคาหุ้นทั้งสองมีตัวแปรเหมือนกันคือ กระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงาน (CFO) มีนัยสำคัญทางสถิติทั้งสองตลาดที่ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05

Keywords: กระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงาน, รายการคงค้าง, สินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ, หนี้สินดำเนินงานสุทธิ, อัตราส่วนสภาพคล่อง

Abstract

This Research article objective of this research is to compare the relationship between operating performance and accruals affecting future returns for investment decisions, focusing on the differences between the Stock Exchange of Thailand (SET) and the Market for Alternative Investment (MAI). This empirical study investigates earnings management through accruals within a sample of listed companies from 2020 to 2023 (B.E. 2563–2566). Use a quantitative research design. The population consists of 838, excluding the financial sector. The results indicate that, at a 95 % confidence level, the SET model exhibited an R-squared value of 0.049, while the MAI model showed an R-squared value of 0.072. Regarding the analysis of operating performance trends and accruals affecting future returns, it was found that accruals function as a mediating variable with a highly significant role specifically in the MAI market. Conversely, the SET market demonstrates a positive relationship with good Corporate Governance (CG) and increased Net Cash Flow from Investing Activities (CFI). This supports the hypothesis that accruals act as a mediating variable with statistically significant predictive power for the MAI market. When comparing the results between the SET and MAI, a common driver for stock prices in both markets is Net Cash Flow from Operating Activities (CFO), which is statistically significant at the 0.05 level.

Keywords: Net Cash Flow from Operating Activities, Accruals, Net Operating Assets, Net Operating Liabilities, Liquidity Ratio

บทนำ

บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นบริษัทมหาชนจำกัดที่ได้รับอนุมัติจากสำนักงาน คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ให้สามารถออกและเสนอขายหลักทรัพย์ต่อ ประชาชนได้ นำมาซึ่งการร่วมลงทุนของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ที่ให้ความสำคัญต่อบริษัท

จดทะเบียนใน ตลาดหลักทรัพย์ อันเนื่องมาจากบริษัทที่ได้ทำการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มีภาพลักษณ์ที่ดีในฐานะที่บริษัทได้ผ่านการพิจารณาจากสำนักงาน ก.ล.ต.และตลาดหลักทรัพย์ฯ Suwannarat, W & Chaiket. N. (2020). พบว่าความสัมพันธ์ระหว่างรายการคงค้างโดยดุลยพินิจของผู้บริหารกับกำไร ใน อนาคตภายใต้วงจรชีวิตธุรกิจพบความสัมพันธ์ของการบริหารกำไรผ่านรายการคงค้างกับกำไรในอนาคตและมูลค่ากิจการในอนาคตต่างกันในแต่ละช่วงวงจรชีวิตธุรกิจ ซึ่งหมายถึงผู้บริหารอาจใช้รายการคงค้างมากำหนดทิศทางของกำไรและมูลค่ากิจการเพื่อให้ผลการดำเนินงานเป็นไปตามความคาดหวังของนักลงทุน โดยเฉพาะในช่วงเจริญเติบโตคงที่และช่วงถดถอยที่พบความสัมพันธ์ในทางตรงข้ามระหว่างรายการคงค้างโดยดุลยพินิจของผู้บริหารกับกำไรในอนาคต และมูลค่ากิจการในอนาคต ซึ่งการันตีว่าบริษัทมีผลดำเนินการที่ดี และมีฐานะมั่นคงในระดับหนึ่ง และมีการเปิดเผยข้อมูลที่โปร่งใส จนทำให้บริษัทจดทะเบียนมีความน่าเชื่อถือ ทางการลงทุนและส่งผลต่อความนิยมในผลิตภัณฑ์หรือบริการของทางบริษัท ดังนั้นเป็นสาเหตุให้นักลงทุนเข้า มาลงทุนในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯมากกว่าบริษัทที่มิได้จดทะเบียน นักลงทุนยังมีโอกาสได้รับผลตอบแทนทางการเงินจากการลงทุนในรูปแบบต่าง ๆ เช่น เงินปันผล สิทธิในการจองซื้อหุ้นออกใหม่หรือกำไรจากการซื้อขายหลักทรัพย์ เป็นต้น การเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ มีสิทธิประโยชน์มากมายทั้งต่อบริษัทและต่อผู้ถือหุ้น Kermee., T. (2021). พบว่ากำไรทางบัญชีในปีปัจจุบันสามารถพยากรณ์กำไรในปีถัดไปได้ เมื่อแยกองค์ประกอบของกำไรทางบัญชีเป็นกำไรส่วนของกระแสเงินสด และกำไรส่วนของรายการคงค้างพบว่ากำไรส่วนของกระแสเงินสดสามารถพยากรณ์กำไรในปีถัดไปได้ดีกว่ากำไรจากส่วนของรายการคงค้าง จากนั้นทดสอบกำไรส่วนของรายการคงค้างได้ผลว่า ไม่สามารถใช้พยากรณ์กำไรในปี ถัดไปได้

ในการศึกษาวิจัยใช้ข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ตั้งปี พ.ศ. 2547 – 2562 ไม่รวมบริษัทในกลุ่มสถาบันการเงิน เหตุผลที่กล่าวมาข้างต้นทำให้ทราบว่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯมีภาพลักษณ์ที่ดีมากในมุมมองของนักลงทุน และบุคคลภายนอกบริษัททั้งที่จดทะเบียนและมิได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ มีเป้าหมายหลักต่อการดำเนินงานในทิศทางเดียวกัน คือ ผลกำไรสูงสุดและมีสภาพคล่อง ทางการเงินเพียงพอภายในบริษัท ผู้บริหารของบริษัทจึงมีความจำเป็นที่จะต้องวางแผนการดำเนินงานให้ เหมาะสมและมีประสิทธิภาพ Mueangcharoen, A. (2020). พบว่าอัตราเติบโตของยอดขาย ประสิทธิภาพการดำเนินงาน สภาพคล่องทางการเงิน ระดับความเสี่ยงทางการเงิน ขนาดบริษัท และ ราคาน้ำมันดิบ มีค่าเฉลี่ยที่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ 2) ตัวแปรอิสระที่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ด้านอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) และด้านอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) คือ ระดับความเสี่ยงทางการเงิน และราคาน้ำมันดิบ ซึ่งเป็นตัวแปรที่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไรอย่างมีนัยสำคัญที่ .05 ส่วนอัตราการ

เติบโตของยอดขาย สภาพคล่องทางการเงิน ประสิทธิภาพการดำเนินงานผู้วิจัยได้ค้นค้าวรรณกรรมเกี่ยวกับเพื่อทำให้การวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงินของบริษัทมีผลลัพธ์ที่น่าพอใจต่อภายในและภายนอกบริษัทที่จะส่งผลกระทบต่อภาพลักษณ์ที่ดีขององค์กรได้ Siripong, V. et al. (2018). ระบุว่าอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นและอัตรากำไรต่อหุ้นมีอิทธิพลเชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ อย่างมีนัยสำคัญประโยชน์ที่ได้รับจากการศึกษา คือข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนในตลาดทางเลือกของประเทศไทยการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ถือเป็นกลไกสำคัญในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจของประเทศไทยและเป็นทางเลือกหนึ่งของการลงทุนที่ให้ ผลตอบแทนสูงแต่ก็มีความเสี่ยงสูงเช่นเดียวกัน ดังนั้นการลงทุนในตลาด หลักทรัพย์ผู้ลงทุนต้องมีหลักเกณฑ์ในการพิจารณาปัจจัยต่าง ๆ ที่มีผลต่อราคาของหลักทรัพย์ก่อนตัดสินใจ ลงทุนในหลักทรัพย์ โดยวิธีการวิเคราะห์ ที่สำคัญวิธีหนึ่งคือ การวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐานเป็นการวิเคราะห์หุ้นโดยลำดับขั้นตอนจากการ วิเคราะห์เศรษฐกิจ การวิเคราะห์อุตสาหกรรม การวิเคราะห์บริษัทโดยการรวบรวมข้อมูลที่เกี่ยวข้องเพื่อนำไปสู่ การคาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคต

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อศึกษาปัจจัยผลการดำเนินงานกับรายการคงค้างส่งผลต่อ ผลตอบแทนในอนาคตเพื่อการตัดสินใจลงทุน

2. เพื่อศึกษาเปรียบเทียบความแตกต่างระหว่างตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) กับตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)

สมมติฐานการวิจัย

การเปรียบเทียบความสัมพันธ์ผลการดำเนินงานกับรายการคงค้างส่งผลต่อ ผลตอบแทนในอนาคตเพื่อการตัดสินใจลงทุนมีความแตกต่างกันตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) กับตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)

ขอบเขตการวิจัย

ขอบเขตทางด้านเนื้อหา ประกอบไปด้วยปัจจัยผลการดำเนินงานกับรายการคงค้างส่งผลต่อผลตอบแทนในอนาคตเพื่อการตัดสินใจลงทุน ทฤษฎีสัญญาณ กระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงาน เงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุน เงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงิน สินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ หนี้สินดำเนินงานสุทธิ อัตราส่วนสภาพคล่อง การกำกับดูแลกิจการที่ดี

ขอบเขตทางด้านประชากรและกลุ่มตัวอย่าง ประกอบไปด้วยประชากร คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปี พ.ศ. 2563 ถึง พ.ศ. 2566 โดยยกเว้นกลุ่มธุรกิจการเงิน ซึ่งประกอบด้วยกลุ่มเงินทุนและหลักทรัพย์ กลุ่มธนาคาร และกลุ่มประกันภัยและประกันชีวิต เนื่องจากกลุ่มอุตสาหกรรมดังกล่าวมีรายการสินทรัพย์และหนี้สินที่แตกต่างจากกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ ซึ่งมีผลกระทบต่ออัตราส่วนทางการเงินที่ใช้ในการวิเคราะห์ ได้ตัวอย่าง จำนวน 838 ตัวอย่าง

การทบทวนวรรณกรรม และแนวคิด

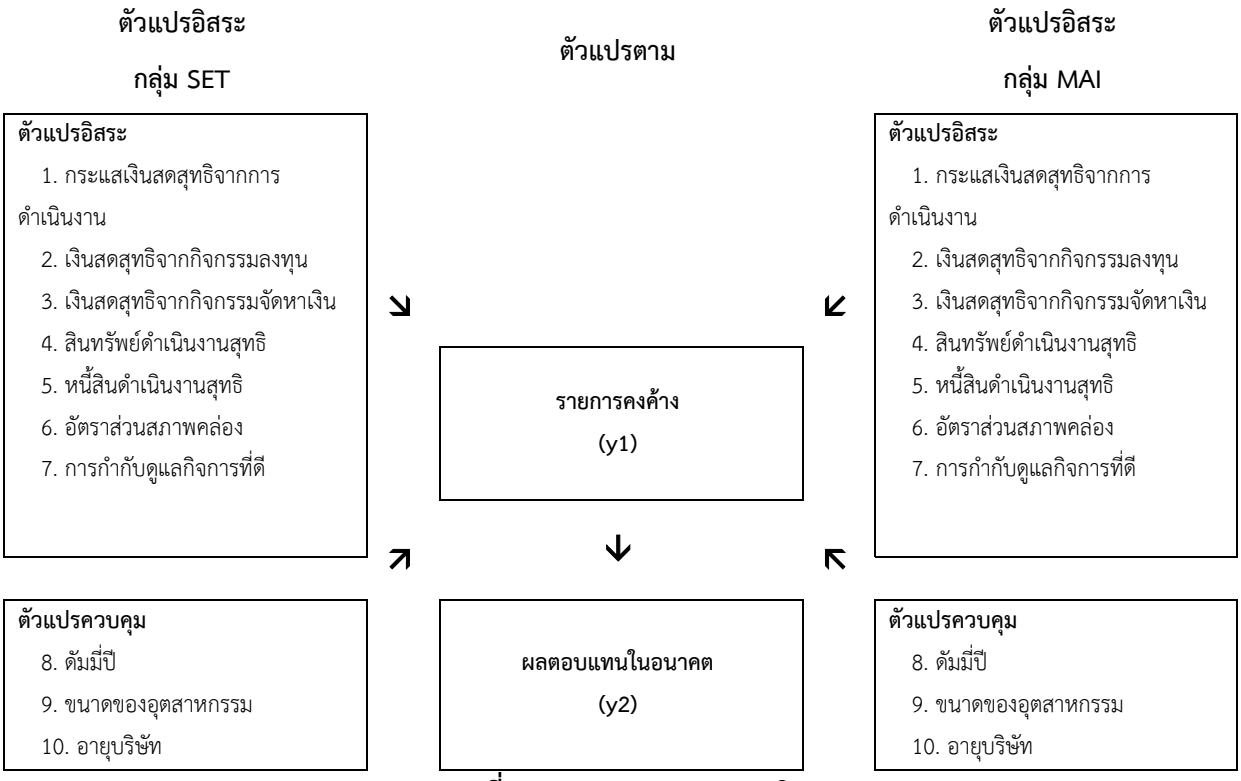
แนวคิดทฤษฎีสัญญาณ (Signaling Theory) ที่เสนอโดย Spence, M. (1973) ซึ่งอธิบายกระบวนการลดความไม่สมดุลของข้อมูล (Information Asymmetry) ระหว่างผู้บริหารและผู้ใช้ข้อมูลภายนอกและในบริบทของการศึกษารายการคงค้างเปรียบเสมือนกลไกการส่งสัญญาณที่ผู้บริหารใช้เพื่อบ่งบอกถึงสถานทางการเงินที่แข็งแกร่งของกิจการ เพื่อสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุนและลดต้นทุนทางการเงิน โดยบริษัทที่มีผลประกอบการดี (Good Performance) มีแรงจูงใจในการส่งสัญญาณที่ชัดเจน และตรวจสอบได้ (Costly Signal) เพื่อสร้างความแตกต่างจากบริษัทที่มีผลประกอบการที่อาจน้อยกว่า ทฤษฎี Signaling Theory ให้มุมมองในการสื่อสารที่มุ่งเน้นการสร้างความแตกต่าง เพื่อให้ตลาดรับรู้มูลค่าที่แท้จริงโดยสร้างสมการการวัดค่ารายการคงค้าง (Accruals) เพื่อสร้างเครื่องมือที่จะแยกรายการปกติทางธุรกิจสมการการวัดค่ารายการคงค้าง (Accruals) ออกมาให้เห็นอย่างชัดเจนเทคนิคที่สำคัญเพราะรายการปกติทางธุรกิจ งานวิจัยที่สำคัญคือ The Modified Jones Model (1995) ได้กล่าวถึงเรื่องการส่งสัญญาณและคุณภาพกำไรที่อ้างมาถึงปัจจุบันนิยมใช้ Modified Jones Model โดยมีการพัฒนาสมการ Dechow, Sloan, and Sweeney (1995) เพราะการใช้สมการของ Jones, J.J. (1991) มีจุดอ่อนคือได้นำยอดขายเชื่อทั้งหมดมุมมองว่าเป็นเรื่องปกติ แต่อย่างไรก็ตามผู้บริหารอาจทำให้ยอดขายสูงขึ้นผิดปกติจากยอดขายเชื่อ (Credit Sales) ได้ การเชื่อมโยงกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ROA (ROA as a Signal) บริบทของการวัดผลการดำเนินงานอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) ถือเป็นสัญญาณสำคัญที่สะท้อนถึงความสามารถในการทำกำไร และประสิทธิภาพในการบริหารจัดการสินทรัพย์ของกิจการ (Profitability and Efficiency) ตามแนวคิดของทฤษฎีสัญญาณ จึงแนวทางที่กิจการสามารถรายงาน ROA ในระดับสูงได้อย่างต่อเนื่อง เปรียบเสมือนการส่งสัญญาณเชิงบวก (Positive Signal) กิจการมีศักยภาพในการแข่งขัน และมีสถานะทางการเงินที่แข็งแกร่ง ซึ่งกิจการที่มีผลประกอบการไม่ดีสามารถนำสมการนี้มาพัฒนาต่อได้ในระยะยาว

สัญญาณที่ถูกส่งผ่านตัวแปร ROA และรายงานทางการเงิน มีอิทธิพลโดยตรงต่อการตัดสินใจของนักลงทุนและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในอนาคต (Future Returns) เมื่อนักลงทุนได้รับสัญญาณที่มีคุณภาพ

(High Quality Signal) จะช่วยลดความไม่แน่นอนเกี่ยวกับกระแสเงินสดในอนาคต ส่งผลให้นักลงทุนมีความเชื่อมั่นและประเมินมูลค่ากิจการสูงขึ้น นำไปสู่การปรับตัวเพิ่มขึ้นของราคาหลักทรัพย์ และการสร้างผลตอบแทนส่วนเกิน (Abnormal Returns) ในตลาดทุน

Srichaithamrong, T et.al. (2021). กล่าวว่างบกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์กับสภาพคล่อง และสภาพคล่องมีความสัมพันธ์กับความมั่งคั่งสูงสุดของธุรกิจที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กรณีศึกษากลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม โดยงบกระแสเงินสด 3 กิจกรรม มีความสัมพันธ์ทั้งในทิศทางเดียวกัน และทิศทางตรงกันข้ามกับสภาพคล่องคือ กระแสเงินสดที่เป็นบวกส่งผลต่อสภาพคล่องของกิจการได้ทั้งทิศทางที่ดีและไม่ดี ส่วนสภาพคล่องมีความสัมพันธ์ต่อความมั่งคั่งสูงสุดนักลงทุนและผู้บริหารและผู้เกี่ยวข้องสามารถนำข้อมูลไปประกอบการตัดสินใจลงทุน Darapho, T. & Thongkhong., S. (2020). พบว่าผลกระทบโครงสร้างเงินทุนที่มีผลต่อความสามารถในการแสดงกำไรของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มธุรกิจพลังงาน และสาธารณูปโภคในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย Siripong, V. et al. (2018) อิทธิพลของกระแสเงินสด ต่อ ความสามารถในการทำกำไร และ มูลค่าหลักทรัพย์ตาม ราคาตลาดกรณีศึกษาตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

กรอบแนวความคิดในการวิจัย



ภาพที่ 1 แสดงกรอบแนวความคิด

วิธีดำเนินการวิจัย

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากร คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปี พ.ศ. 2563 ถึง พ.ศ. 2566 โดยยกเว้นกลุ่มธุรกิจการเงิน ซึ่งประกอบด้วยกลุ่มเงินทุนและหลักทรัพย์ กลุ่มธนาคาร และกลุ่มประกันภัยและประกันชีวิต เนื่องจากกลุ่มอุตสาหกรรมดังกล่าวมีรายการสินทรัพย์และหนี้สินที่แตกต่างจากกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ ซึ่งมีผลกระทบต่ออัตราส่วนทางการเงินที่ใช้ในการวิเคราะห์ ดังนั้นจึงไม่รวมกลุ่มอุตสาหกรรมดังกล่าวเป็นประชากรในการศึกษาครั้งนี้ ส่งผลให้มีประชากรในการศึกษาทั้งสิ้น 838 ตัวอย่าง ยอดรวมบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นข้อมูลที่เปิดเผยในเว็บไซต์ www.set.or.th ณ วันที่ 2 กุมภาพันธ์ 2566 ซึ่งในจำนวนนี้รวมบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ใหม่ (Market Alternative Investment: MAI) ตามที่นำเสนอในตาราง 1

ตาราง 1 ประชากรในการศึกษา

รายชื่อกลุ่มอุตสาหกรรม	SET	MAI	
1. เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (Agro & Food Industry : AGRO)	70	12	
2. สินค้าอุปโภคบริโภค (Consumer Products : CONSUMP)	47	18	
3. สินค้าอุตสาหกรรม (Industrials : INDUS)	101	46	
4. อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (Property & Construction : PROPCON)	168	41	
5. ทรัพยากร (Resources : RESOURC)	63	10	
6. บริการ (Services : SERVICE)	133	60	
7. เทคโนโลยี (Technology : TECH)	46	23	
ประชากรที่ใช้ในการศึกษาทั้งสิ้น	628	210	838

เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย

การวิเคราะห์ข้อมูลการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงอนุมาน ด้วยเทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) เนื่องจากตัวแปรตามเป็นตัวแปรเชิงปริมาณ (Quantitative Dependent Variable) การเก็บรวบรวมข้อมูล งานวิจัยนี้จะใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ซึ่งแหล่งข้อมูลได้มาจากการทบทวนเอกสาร ตำรา รายงานการวิจัยเกี่ยวข้องเว็บไซต์และสื่อข้อมูลอิเล็กทรอนิกส์ ซึ่งข้อมูลทุติยภูมิที่สำคัญและจำเป็นต้องใช้ในการศึกษาประกอบด้วยข้อมูลในงบการเงินได้มาจากฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SETSMART: SET Market Analysis and Reporting Tool) หรือจากเว็บไซต์ www.sec.or.th สำหรับข้อมูลรายการคงค้าง และผลการผลตอบแทนในอนาคตในรูปตัวเลขเชิงปริมาณได้มาจากรายงานประจำปีของบริษัท หรือแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ของบริษัท ผู้วิจัยเก็บข้อมูลตามประเภทของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา ซึ่งสามารถแบ่งได้เป็น 2 ประเภท คือ 1.ตัวแปรอิสระ (Independent Variables) ซึ่งสามารถจำแนกได้เป็น 2 ประเภท คือ 2.ตัวแปรที่สนใจศึกษาหรือตัวแปรอธิบาย (Explanatory Variables) และตัวแปรควบคุม (Control Variables) เป็นตัวแปรที่มีผลกระทบต่อตัวแปรตาม (Dependent Variables) เป็นตัวแปรที่ได้รับผลกระทบจากตัวแปรอิสระ ตัวแปรอิสระ: ตัวแปรที่สนใจศึกษา

ตาราง 2 ตัวแปรที่สนใจศึกษาในแต่ละตัวแบบ

ตัวแปรที่	ตัวแปรที่สนใจศึกษา
1	กระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงาน
2	เงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุน
3	เงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงิน
4	สินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ
5	หนี้สินดำเนินงานสุทธิ
6	อัตราส่วนสภาพคล่อง
7	การกำกับดูแลกิจการที่ดี

สถิติเชิงอนุมาน

การวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติเชิงอนุมานในการศึกษาใช้การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการลงทุน การเปรียบเทียบความสัมพันธ์ผลการดำเนินงานกับรายการคงค้างส่งผลต่อ ผลตอบแทนในอนาคตเพื่อการตัดสินใจลงทุน (กัลยา วานิชบัญชา ,2556) สมการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ คือ $Y= \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \ldots + \beta_k X_k + e$

สมการในการพยากรณ์ การวิเคราะห์ภาพตารางผลลัพธ์ทางสถิติทั้ง 3 ตาราง ซึ่งเป็นการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ (Multiple Linear Regression) เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร ตัวแปรส่งผ่าน (Mediator) หรือตัวแปรคั่นกลาง (M) ตามโมเดลของ Baron, R. M., & Kenny, D. A. (1986) ได้อ้างอิงสมการพยากรณ์ตัวแปรส่งผ่าน

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงอนุมานในภาพรวมตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (MAI)

1. สมการที่ 1 วิเคราะห์ $y_2 = \beta_0 + \beta_1 X$ เพื่อหา c=β_1
2. สมการที่ 2 วิเคราะห์ $y_1 = \alpha_0 + \alpha_1 X$ เพื่อหา a=α_1
3. สมการที่ 3 วิเคราะห์ $y_2 = \gamma_0 + \gamma_1 X + \gamma_2 M$ เพื่อหา b=γ_2 และ c'= γ_1

สมการที่ 1 Y2 = ผลตอบแทนในอนาคต (ROA)

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 CFO + \beta_2 CFI + \beta_3 CFF + \beta_4 NOA + \beta_5 LR + \beta_6 NOL + \beta_7 CG + \beta_8 Size + \beta_9 AGE + \beta_{10} Y60 + \beta_{11} Y61 + \beta_{12} Y62 + \beta_{13} Y63 + \beta_{14} Y64 + \beta_{15} Y65 + \beta_{16} Y66$$

ตารางที่ 3 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ กับตัวแปรตาม

Variables	Beta	Standardized Coefficients	T - Statistic	p-value
(Constant)	-11.6586		-1.2128	0.2254
CFO	0.0169	0.1369	2.3001	0.0216**
CFI	0.0046	0.0342	0.5947	0.5522
CFF	0.0073	0.0763	1.0605	0.2892
LR	-0.1175	-0.0155	-0.5149	0.6067
NOA	0.0003	0.0055	0.1975	0.8435
NOL	-20.0759	-0.1839	-6.0865	0.0000**
CG	0.9549	0.0372	1.2911	0.1969
SIZE	3.5222	0.0856	2.8630	0.0043**
AGE	-0.2563	-0.0800	-2.7830	0.0055**
Y59	-0.7785	-0.0070	-0.1972	0.8437
Y60	-3.6271	-0.0335	-0.9535	0.3405
Y61	-8.4294	-0.0830	-2.3080	0.0212**
Y62	1.2243	0.0124	0.3414	0.7328
Y64	1.8540	0.0191	0.5212	0.6023
Y65	0.6082	0.0058	0.1624	0.8710
Y66	-3.0534	-0.0290	-0.8133	0.4162

หมายเหตุ บ่งบอกถึงระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05**

ตารางแสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (CFO, CFI, CFF, LR, NOA, NOL, CG, SIZE, AGE) กับตัวแปรตามคืออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ROA (Return on Assets) โดยพิจารณาที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 (ความเชื่อมั่น 95%) หรือค่า (p-value < 0.05) ตัวแปรที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ROA อย่างมีนัยสำคัญ (p-value < 0.05) มีตัวแปรอิสระหลายตัวที่ส่งผลต่อผลตอบแทนในอนาคต (ROA) ตัวแปรเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุน CFI (Cash Flow from Investing) มีค่าสัมประสิทธิ์ Beta เป็นบวก (0.0001) และ p-value = 0.0188 แปลผลตัวแปรกระแสเงินสดจากการลงทุนมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ROA กล่าวคือผลกระทบถ้ากระแสเงินสดสุทธิการลงทุน CFI นั้นเพิ่มขึ้นจะทำให้มีแนวโน้มอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) ที่สูงขึ้นตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดี CG (Corporate Governance) มีค่าสัมประสิทธิ์ Beta เป็นเชิงบวกสูง (0.9296) และ p-value = 0.0000 (นัยสำคัญสูงมาก) แปลผลการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีคะแนน CG หรือปัจจัยด้านธรรมาภิบาลส่งผลบวกอย่างมากต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ROA ยิ่งมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี CG ปรากฏว่าผลตอบแทนยิ่งสูง SIZE (ขนาดกิจการ) มีค่าสัมประสิทธิ์ Beta เป็นบวก (0.3447) และ p-value = 0.0016 แปลผลพบว่าขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ROA กิจการที่มีขนาดใหญ่กว่ามีแนวโน้มจะสร้างผลตอบแทนได้ดีกว่าอายุของกิจการ AGE มีค่าสัมประสิทธิ์ Beta เป็นลบ (-0.0207) และ p-value = 0.0221 แปลผลพบว่าอายุของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงลบ (ผันแปร) กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ROA กล่าวคือกิจการที่ก่อตั้งมานานกว่า อาจมีแนวโน้มผลตอบแทนลดลงเมื่อเทียบกับกิจการที่อายุน้อยกว่าเป็นเพราะนักลงทุนสนใจสินค้าบริการจากตลาดใหม่มากกว่าตามตัวแปรปี (Y59, Y60, Y61, Y64) ค่าตัวแปรหุ่น (Dummy Variables) ของปี พ.ศ. ต่างๆ ซึ่งมีนัยสำคัญค่าค่าสัมประสิทธิ์ Beta เป็นบวก แสดงว่าในปีดังกล่าวมีผลการดำเนินงานหรือปัจจัยเฉพาะปีที่ส่งผลเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ROA เมื่อเทียบกับก่อนปีฐาน

สมการที่ 2 Y1 = รายการคงค้าง (ACC) หรือ M

$$ACC = \alpha_0 + \alpha_1 CFO + \alpha_2 CFI + \alpha_3 CFF + \alpha_4 NOA + \alpha_5 LR + \alpha_6 NOL + \alpha_7 CG + \alpha_8 Size + \alpha_9 AGE + \alpha_{10} Y60 + \alpha_{11} Y61 + \alpha_{12} Y62 + \alpha_{13} Y63 + \alpha_{14} Y64 + \alpha_{15} Y65 + \alpha_{16} Y66$$

ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอย (Regression Analysis)

Variables	Beta	Standardized Coefficients	T - Statistic	p-value
(Constant)	8.4134		0.7647	0.4446
CFO	0.0109	0.0178	1.3001	0.1938
CFI	0.0026	0.0039	0.2967	0.7667
CFF	0.0106	0.0223	1.3509	0.1770

ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอย (Regression Analysis)(ต่อ)

Variables	Beta	Standardized Coefficients	T - Statistic	p-value
LR	0.1816	0.0048	0.6955	0.4869
NOA	-0.2246	-0.9754	-151.6429	0.0000**
NOL	-1.2441	-0.0023	-0.3295	0.7418
CG	0.1245	0.0010	0.1471	0.8831
SIZE	-1.7643	-0.0086	-1.2530	0.2105
AGE	0.0356	0.0022	0.3382	0.7353
Y59	5.6731	0.0102	1.2556	0.2095
Y60	1.6699	0.0031	0.3835	0.7014
Y61	2.9361	0.0058	0.7024	0.4826
Y62	5.0287	0.0102	1.2253	0.2207
Y64	9.1341	0.0188	2.2435	0.0251**
Y65	9.2100	0.0175	2.1485	0.0319**
Y66	2.4396	0.0046	0.5678	0.5703

บ่งบอกถึงระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05**

ตารางผลการวิเคราะห์สมการถดถอย (Regression Analysis) สำหรับ สมการที่ 2 โดยมีตัวแปรตาม (Dependent Variable) คือ รายการคงค้าง (ACC) หรือ Y1 สามารถอธิบายผลภาพรวมของโมเดลสมการนี้ทดสอบว่าตัวแปรอิสระส่งผลต่อตัวแปรรายการคงค้าง (ACC) โดยพิจารณาความเชื่อมั่นที่ 95% (ระดับนัยสำคัญ 0.05) ตัวแปรที่มีผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (p-value < 0.05) มีตัวแปร 3 ตัวที่ส่งผลต่อรายการคงค้าง ACC อย่างชัดเจนสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ NOA (Net Operating Assets) ค่าสัมประสิทธิ์ Beta สัมประสิทธิ์เป็นลบ (-0.2246) p-value: 0.0000** (มีนัยสำคัญสูงมาก) ค่า T-Statistic: -151.64 มีค่าสูงมากในทางลบ การแปลผลว่าตัวแปรสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ NOA มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม กับรายการคงค้าง (ACC) อย่างมีนัยสำคัญสูงกล่าวคือ หากสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ NOA เพิ่มขึ้นรายการคงค้างค่า ACC จะลดลงในทิศทางกลับกันซึ่งถือเป็นตัวแปรที่มีอิทธิพลสูงสุดในสมการส่วนตัวแปร Y64 (ปี 2564) ค่าสัมประสิทธิ์ Beta เป็นเชิงบวก (9.1341) p-value: 0.0251** การแปลผลหมายถึงปัจจัยของปี Y64 ส่งผลในเชิงบวกต่อรายการคงค้าง ACC อย่างมีนัยสำคัญเมื่อเทียบกับปีฐาน Y65 (ปี 2565) มีค่าสัมประสิทธิ์ Beta เป็นเชิงบวก (9.2100) p-value: 0.0319** การแปลผลพบว่าปัจจัยของปีตัวแปร Y65 ส่งผลในเชิงบวกต่อรายการคงค้าง ACC อย่างมีนัยสำคัญเช่นกัน

สมการที่ 3 Y2 = ผลตอบแทนในอนาคต (ROA)

$$ROA = \gamma_0 + \gamma_1 ACC + \gamma_2 CFO + \gamma_4 CFF + \gamma_5 NOA + \gamma_6 LR + \gamma_7 NOL + \gamma_8 CG + \gamma_9 Size + \gamma_{10} AGE + \gamma_{11} Y60 + \gamma_{12} Y61 + \gamma_{13} Y62 + \gamma_{14} Y63 + \gamma_{15} Y64 + \gamma_{16} Y65 + \gamma_{14} Y66$$

ตารางที่ 5 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอย (Regression Analysis)

Variables	Beta	Standardized Coefficients	T - Statistic	p-value
(Constant)	-11.7077		-1.2171	0.2238
ACC	0.0058	0.0291	0.2300	0.8181
CFO	0.0168	0.1364	2.2889	0.0223**
CFI	0.0046	0.0340	0.5925	0.5537
CFF	0.0072	0.0756	1.0502	0.2938
LR	-0.1185	-0.0156	-0.5192	0.6037
NOA	0.0016	0.0339	0.2680	0.7887
NOL	-20.0687	-0.1838	-6.0816	0.0000**
CG	0.9542	0.0372	1.2896	0.1975
SIZE	3.5324	0.0859	2.8683	0.0042**
AGE	-0.2565	-0.0801	-2.7840	0.0055**
Y59	-0.8116	-0.0072	-0.2054	0.8373
Y60	-3.6368	-0.0336	-0.9556	0.3395
Y61	-8.4466	-0.0832	-2.3113	0.0210**
Y62	1.1950	0.0122	0.3329	0.7393
Y64	1.8008	0.0185	0.5050	0.6137
Y65	0.5545	0.0053	0.1477	0.8826
Y66	-3.0676	-0.0291	-0.8167	0.4143

บ่งบอกถึงระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05**

ผลการวิเคราะห์สมการถดถอย (Regression Analysis) สมการที่ 3 โดยมีตัวแปรตาม (Dependent Variable) คือ ผลตอบแทนในอนาคต (ROA) สามารถอธิบายผลการวิเคราะห์ภาพรวมของโมเดล (Model Overview) สมการนี้ศึกษาว่าปัจจัยตัวแปรอิสระส่งผลต่อผลตอบแทนในอนาคต (ROA) โดยพิจารณาระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 ตัวแปรที่มีผลต่อผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ROA อย่างมีนัยสำคัญ (p-value < 0.05) มี 5 ปัจจัยหลักที่ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนในอนาคตในสมการกระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงาน CFO (Cash Flow from Operations) เป็นในทิศทางเชิงบวก (+) (Beta = 0.0168) p-value0.0223**แปลผลพบว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ROA กล่าวคือยิ่ง

บริษัทมีกระแสเงินสดจากการดำเนินงานมากผลตอบแทนในอนาคตผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA)ก็จะยิ่งสูงขึ้นหนี้สินดำเนินงานสุทธิ NOL (Non-Operating Liabilities) ทิศทางเชิงลบ (-) (Beta ติดลบ, T-Statistic = -6.0816) p-value 0.0000** นัยสำคัญที่สูงมากแปลผลมีความสัมพันธ์เชิงลบที่สูงขึ้นพบว่ายิ่งมีภาระหนี้สินส่วนนี้มากผลตอบแทนในอนาคต (ROA) จะยิ่งลดลง SIZE (ขนาดของกิจการ) ทิศทาง บวก (+) (Beta = 3.5324) p-value 0.0042** แปลผลพบว่าขนาดกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ROA กล่าวคือ บริษัทที่มีขนาดใหญ่กว่า มีแนวโน้มที่จะสร้างผลตอบแทนในอนาคตได้ดีกว่า บริษัทขนาดเล็ก AGE อายุของกิจการไปในทิศทาง ลบ (-) (Beta = -0.2565) p-value 0.0055** แปลผลพบว่าอายุของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ROA พบว่าบริษัทที่เปิดมานานกว่าอายุมากกลับมีแนวโน้มผลตอบแทน (ROA) ลดลง เมื่อเทียบกับบริษัทที่อายุน้อยกว่าถึงความอิ่มตัวของธุรกิจY61 (ปี 2561) ทิศทางลบ (-) p-value: 0.0210** แปลผลพบว่าเป็นปัจจัยเฉพาะของปี 2561 ที่ส่งผลในเชิงลบต่อผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ROA นั้นเมื่อเทียบกับปีฐานและมี 3 ตัวแปรที่ "ไม่มี" นัยสำคัญทางสถิติ (p-value > 0.05) ตัวแปรเหล่านี้ไม่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ROA อย่างชัดเจนในโมเดลนี้ ACC (รายการคงค้าง) p-value 0.8181 ซึ่งต่างจากสมมติฐานทางบัญชีบางทฤษฎีที่เชื่อว่า ACC น่าจะมีผลการกำกับดูแลกิจการที่ดี CG มีค่า p-value 0.1975 สมการที่ 3 การกำกับดูแลกิจการที่ดี CG ไม่มีผล ซึ่งต่างจากสมการที่ 1 ที่การกำกับดูแลกิจการที่ดี CG มีผลมากกว่า CFI, CFF พบว่ากระแสเงินสดจากการลงทุน และการจัดหาเงิน ไม่มีผลอย่างมีนัยสำคัญ NOA, LR ไม่มีผลบทสรุปเปรียบเทียบ

สมการเกี่ยวกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)

1. สมการที่ 1 วิเคราะห์ $y_2 = \beta_0 + \beta_1 X$ เพื่อหา c=β_1
2. สมการที่ 2 วิเคราะห์ $y_1 = \alpha_0 + \alpha_1 X$ เพื่อหา a=α_1
3. สมการที่ 3 วิเคราะห์ $y_2 = \gamma_0 + \gamma_1 X + \gamma_2 M$ เพื่อหา b=γ_2 และ C'= γ_1

สมการที่ 1 Y2 = ผลตอบแทนในอนาคต (ROA)

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 CFO + \beta_2 CFI + \beta_3 CFF + \beta_4 NOA + \beta_5 LR + \beta_6 NOL + \beta_7 CG + \beta_8 Size + \beta_9 AGE + \beta_{10} Y60 + \beta_{11} Y61 + \beta_{12} Y62 + \beta_{13} Y63 + \beta_{14} Y64 + \beta_{15} Y65 + \beta_{16} Y66$$

ตารางที่ 6 แสดงตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงาน

Variables	Beta	Standardized Coefficients	T - Statistic	p-value
(Constant)	-3.7056		-3.5513	0.0004
CFO	0.0001	0.1068	1.9526	0.0509
CFI	0.0001	0.1157	2.3508	0.0188**
CFF	0.0000	0.0067	0.2041	0.8383
LR	-0.0126	-0.0128	-0.8147	0.4153
NOA	-0.0001	-0.0035	-0.2258	0.8214

ตารางที่ 6 แสดงตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงาน(ต่อ)

Variables	Beta	Standardized Coefficients	T - Statistic	p-value
NOL	-0.0001	-0.0102	-0.6533	0.5136
CG	0.9296	0.1601	9.6069	0.0000**
SIZE	0.3447	0.0580	3.1620	0.0016**
AGE	-0.0207	-0.0361	-2.2900	0.0221**
Y59	2.1517	0.0738	3.7244	0.0002**
Y60	1.6188	0.0577	2.8729	0.0041**
Y61	1.2356	0.0449	2.2193	0.0265**
Y62	0.7350	0.0271	1.3309	0.1833
Y64	2.0626	0.0757	3.7297	0.0002**
Y65	0.9597	0.0338	1.6873	0.0916
Y66	0.4948	0.0173	0.8656	0.3868

บ่งบอกถึงระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05**

จากตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงาน CFO, กระแสเงินสดสุทธิจากการลงทุน CFI, กระแสเงินสดสุทธิจากการจัดหาเงิน CFF, CG (Corporate Governance), ตัวแปรควบคุม SIZE (ขนาดกิจการ), AGE (อายุบริษัท), LR, NOA, NOL และตัวแปรปี (Y59-Y66) และตัวแปรคั่นกลาง (Mediator - M) รายการคงค้าง ACC (Accruals) วิเคราะห์ตารางที่ 1 (สมการที่ 1: Y2) ของตัวแปรต้นที่มีต่อผลตอบแทน (ROA) โดยยังไม่พิจารณาตัวแปรคั่นกลางผลการวิเคราะห์พบว่า CFI (Beta = 0.0001, Sig = 0.0188) มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ หมายความว่า บริษัทในตลาดหลักทรัพย์ฯ SET ที่มีกระแสเงินสดจากการลงทุนสูง มีแนวโน้มจะมีอัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ ROA สูงขึ้นการกำกับดูแลกิจการที่ดี CG (Beta = 0.9296, Sig = 0.0000) มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญสูงมากค่าสัมประสิทธิ์ (Beta) สูงแสดงว่าตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับธรรมาภิบาลเป็นปัจจัยสำคัญที่สุดในการขับเคลื่อนอัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ ROA และขนาดของกิจการ SIZE (Beta = 0.3447, Sig = 0.0016) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับบริษัทขนาดใหญ่ในตลาดหลักทรัพย์ SET มีแนวโน้มที่จะทำกำไร (ROA) ได้ดีมากขึ้นส่วนตัวแปรอายุของกิจการ AGE (Beta = -0.0207, Sig = 0.0221) พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงลบกับบริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดนานกว่ากลับมีแนวโน้มอัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ ROA ต่ำกว่าบริษัทตลาดใหม่เพียงเล็กน้อย

สมการที่ 2 Y1 = รายการคงค้าง (ACC) หรือ M

$$ACC = \alpha_0 + \alpha_1 CFO + \alpha_2 CFI + \alpha_3 CFF + \alpha_4 NOA + \alpha_5 LR + \alpha_6 NOL + \alpha_7 CG + \alpha_8 Size + \alpha_9 AGE + \alpha_{10} Y60 + \alpha_{11} Y61 + \alpha_{12} Y62 + \alpha_{13} Y63 + \alpha_{14} Y64 + \alpha_{15} Y65 + \alpha_{16} Y66$$

ตารางที่ 7 แสดงตัวแปรต้นส่งผลต่อตัวแปรคั่นกลาง

Variables	Beta	Standardized Coefficients	T - Statistic	p-value
(Constant)	2.3062		0.8544	0.3929
CFO	0.0000	-0.0232	-0.4200	0.6745
CFI	-0.0001	-0.0289	-0.5813	0.5611
CFF	0.0001	0.0209	0.6330	0.5268
LR	0.0137	0.0054	0.3418	0.7325
NOA	-0.0099	-0.1564	-9.9884	0.0000**
NOL	0.0000	0.0024	0.1531	0.8783
CG	0.5266	0.0354	2.1038	0.0355**
SIZE	-0.2613	-0.0172	-0.9268	0.3541
AGE	-0.0340	-0.0231	-1.4533	0.1462
Y59	-0.9043	-0.0121	-0.6051	0.5451
Y60	-0.6854	-0.0095	-0.4702	0.6382
Y61	-1.3443	-0.0191	-0.9334	0.3506
Y62	0.2146	0.0031	0.1503	0.8806
Y64	-0.9117	-0.0131	-0.6373	0.5240
Y65	-1.9152	-0.0263	-1.3017	0.1931
Y66	-1.7842	-0.0244	-1.2065	0.2277

บ่งบอกถึงระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05**

วิเคราะห์ตารางที่ 4 สมการที่ 2 (Y1 = ACC) วัตถุประสงค์เพื่อดูว่าตัวแปรต้นส่งผลต่อตัวแปรคั่นกลางรายการคงค้าง ACC หนี้สินดำเนินงานสุทธิ NOA มีความสัมพันธ์เชิงลบ อย่างมีนัยสำคัญ (Beta = -0.0099) หมายความว่าเมื่อหนี้สินดำเนินงานสุทธิ NOA เพิ่มขึ้นรายการคงค้าง (ACC) จะลดลงการกำกับดูแลกิจการที่ดี CG มีความสัมพันธ์เชิงบวก อย่างมีนัยสำคัญ (Beta = 0.5266) หมายความว่า ยิ่งการกำกับดูแลกิจการที่ดีค่า CG สูง รายการคงค้าง (ACC) จะยิ่งสูงขึ้น ส่วนตัวแปรอื่นๆ ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ (P-value > 0.05) ในการพยากรณ์รายการคงค้างในสมการวิเคราะห์ตารางที่ 2 (สมการที่ 2: Y1 = ACC) วัตถุประสงค์เพื่อทดสอบว่าตัวแปรต้นส่งผลต่อตัวแปรคั่นกลาง (รายการคงค้าง - ACC) ผลการวิเคราะห์ NOA (Beta = -0.0099, Sig = 0.0000) มีความสัมพันธ์ เชิงลบ อย่างมีนัยสำคัญ หากสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิเพิ่มขึ้น รายการคงค้าง (ACC) จะลดลงตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดี CG (Beta = 0.5266, Sig = 0.0355)มีความสัมพันธ์เชิงบวกมีนัยสำคัญ หมายความว่าบริษัทที่มีธรรมาภิบาลดี (CG สูง) มักจะมีรายการคงค้างทางบัญชีสูงกว่าตัวแปรอื่นๆ (CFO, CFI, SIZE)ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติในการพยากรณ์รายการคงค้าง (Sig > 0.05)

สมการที่ 3 Y2 = ผลตอบแทนในอนาคต (ROA)

$$ROA = \gamma_0 + \gamma_1 ACC + \gamma_2 CFO + \gamma_4 CFF + \gamma_5 NOA + \gamma_6 LR + \gamma_7 NOL + \gamma_8 CG + \gamma_9 Size + \gamma_{10} AGE + \gamma_{11} Y60 + \gamma_{12} Y61 + \gamma_{13} Y62 + \gamma_{14} Y63 + \gamma_{15} Y64 + + \gamma_{16} Y65 + + \gamma_{17} Y66$$

ตารางที่ 8 แสดงทดสอบผลกระทบทางตรงโดยใส่ ตัวแปรคั่นกลาง เข้าไปร่วมกับตัวแปรต้น

Variables	Beta	Standardized Coefficients	T - Statistic	p-value
(Constant)	-3.7101		-3.5549	0.0004
ACC	0.0020	0.0050	0.3184	0.7502
CFO	0.0001	0.1069	1.9545	0.0507
CFI	0.0001	0.1159	2.3534	0.0187**
CFF	0.0000	0.0066	0.2009	0.8408
LR	-0.0127	-0.0128	-0.8164	0.4143
NOA	-0.0001	-0.0027	-0.1732	0.8625
NOL	-0.0001	-0.0103	-0.6540	0.5132
CG	0.9286	0.1599	9.5899	0.0000**
SIZE	0.3452	0.0581	3.1660	0.0016**
AGE	-0.0207	-0.0360	-2.2818	0.0226**
Y59	2.1535	0.0738	3.7269	0.0002**
Y60	1.6202	0.0578	2.8749	0.0041**
Y61	1.2382	0.0450	2.2235	0.0262**
Y62	0.7345	0.0270	1.3300	0.1836
Y64	2.0644	0.0758	3.7323	0.0002**
Y65	0.9635	0.0339	1.6933	0.0905
Y66	0.4983	0.0175	0.8715	0.3836

บ่งบอกถึงระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05**

วิเคราะห์ตารางที่ 3: สมการที่ 3 (Y2 = ROA) วัตถุประสงค์ทดสอบผลกระทบทางตรง (Direct Effect) โดยใส่รายการคงค้าง ACC (ตัวแปรคั่นกลาง) เข้าไปร่วมกับตัวแปรต้น เพื่อดูว่า ACC ส่งผลต่อ ROA หรือไม่ และทำให้ความสัมพันธ์ของตัวแปรต้นเปลี่ยนไปหรือไม่ผลการวิเคราะห์และความสัมพันธ์ที่สำคัญ รายการคงค้าง ACC (ตัวแปรที่สนใจ) ค่า P-value = 0.7502 ซึ่ง ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ (มากกว่า 0.05) การตีความ: รายการคงค้าง (ACC) ไม่ได้ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนในอนาคต (ROA) อย่างชัดเจนในสมการนี้ตัวแปรหลักอื่นๆ (CFI, CG, SIZE): ยังคงมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญเหมือนตารางที่ 1โดยมีค่า Beta เปลี่ยนแปลงเพียงเล็กน้อย

ตาราง 9 สัญลักษณ์ และความหมายของตัวแปร

สัญลักษณ์	ความหมาย
ตัวแปรที่สนใจศึกษา	
CFO	กระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงาน
CFI	กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุน
CFF	กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงิน
LR	อัตราส่วนทางการเงิน (อัตราส่วนสภาพคล่อง)
NOA	สินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ
NOL	หนี้สินดำเนินงานสุทธิ
CG	การกำกับดูแลกิจการที่ดี
ตัวแปรควบคุม	
Y	ดัมมี่ปี
SIZE	ขนาดของอุตสาหกรรม
AGE	อายุบริษัท
ตัวแปรตาม	
ACC	รายการคงค้าง (Y1)
ROA	ผลตอบแทนในอนาคต (Y2)

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนาประกอบด้วย

ลักษณะเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่างที่เก็บแบบเฉพาะเจาะจงคือในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทั้งหมดข้อมูลส่วนใหญ่เป็นข้อมูลอนุกรมเวลา(Time Series Data) ข้อมูลที่เกิดขึ้นที่มีระยะห่างเท่ากัน และต่อเนื่องกันข้อมูลอนุกรมเวลาจึงเป็นค่าที่แสดงการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรหนึ่งที่เปลี่ยนไปตามเวลา

ตาราง 10 ลักษณะเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่าง

รายการ	SET	MAI	ร้อยละ
	จำนวน (ตัวอย่าง)	จำนวน (ตัวอย่าง)	
1.กลุ่มตัวอย่างเบื้องต้น	628	210	100

จากตาราง 10 สามารถสรุปได้ว่าการศึกษาครั้งนี้มีกลุ่มตัวอย่างเบื้องต้นจำนวน 838 ตัวอย่าง ซึ่งเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ปี 2563 ถึง 2566 ทั้งนี้***ยกเว้นกลุ่มธุรกิจการเงิน ที่ประกอบด้วย เงินทุนและหลักทรัพย์ ธนาคาร ประกันภัยและประกันชีวิต*** เนื่องจากกลุ่มอุตสาหกรรมมีรายการสินทรัพย์และหนี้สินที่แตกต่างจากกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆจากจำนวนบริษัท838 ตัวอย่าง สามารถเก็บรวบรวมข้อมูลของกลุ่มตัวอย่างที่มีความครบถ้วนสมบูรณ์เพื่อใช้ในการศึกษาและวิเคราะห์การเก็บข้อมูลในตลาดหลักทรัพย์ฯ (MAI) 1205 ตัวอย่าง และในตลาดหลักทรัพย์ฯ (SET) 3996

ตัวอย่างบริษัท ของกลุ่มตัวอย่างเบื้องต้น ในแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) และรายงานประจำปี

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงอนุมานในภาพรวม ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)&(MAI) ตารางที่ 3. ผลการทดสอบผลการเปรียบเทียบความสัมพันธ์ผลการดำเนินงานกับรายการคงค้างส่งผลต่อ ผลตอบแทนในอนาคตเพื่อการตัดสินใจลงทุน ความแตกต่างระหว่างตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) กับตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) ในการคำนวณรายการคงค้างผ่านผลตอบแทนในอนาคตทั้งหมดสรุปผลการวิจัย ดังนี้

ตารารงที่ 11 แสดงการคำนวณรายการคงค้างผ่านผลตอบแทนในอนาคตทั้งหมดสรุปผลการวิจัย

Variables	Beta		Standardized Coefficients		T - Statistic		p-value	
	SET	MAI	SET	MAI	SET	MAI	SET	MAI
(Constant)	-3.7056	-11.6586			-3.5513	-1.2128	0.0004**	0.2254
CFO	0.0001	0.0169	0.1068	0.1369	1.9526	2.3001	0.0509**	0.0216**
CFI	0.0001	0.0046	0.1157	0.0342	2.3508	0.5947	0.0188**	0.5522
CFF	0.0000	0.0073	0.0067	0.0763	0.2041	1.0605	0.8383	0.2892
LR	-0.0126	-0.1175	-0.0128	-0.0155	-0.8147	-0.5149	0.4153	0.6067
NOA	-0.0001	0.0003	-0.0035	0.0055	-0.2258	0.1975	0.8214	0.8435
NOL	-0.0001	-20.0759	-0.0102	-0.1839	-0.6533	-6.0865	0.5136	0.0000**
CG	0.9296	0.9549	0.1601	0.0372	9.6069	1.2911	0.0000**	0.1969
SIZE	0.3447	3.5222	0.0580	0.0856	3.1620	2.8630	0.0016**	0.0043**
AGE	-0.0207	-0.2563	-0.0361	-0.0800	-2.2900	-2.7830	0.0221**	0.0055**
Y59	2.1517	-0.7785	0.0738	-0.0070	3.7244	-0.1972	0.0002**	0.8437
Y60	1.6188	-3.6271	0.0577	-0.0335	2.8729	-0.9535	0.0041**	0.3405
NOL	-0.0001	-20.0759	-0.0102	-0.1839	-0.6533	-6.0865	0.5136	0.0000**
CG	0.9296	0.9549	0.1601	0.0372	9.6069	1.2911	0.0000**	0.1969
SIZE	0.3447	3.5222	0.0580	0.0856	3.1620	2.8630	0.0016**	0.0043**
AGE	-0.0207	-0.2563	-0.0361	-0.0800	-2.2900	-2.7830	0.0221**	0.0055**
Y59	2.1517	-0.7785	0.0738	-0.0070	3.7244	-0.1972	0.0002**	0.8437
Y60	1.6188	-3.6271	0.0577	-0.0335	2.8729	-0.9535	0.0041**	0.3405
Y61	1.2356	-8.4294	0.0449	-0.0830	2.2193	-2.3080	0.0265**	0.0212**
Y62	0.7350	1.2243	0.0271	0.0124	1.3309	0.3414	0.1833	0.7328
Y64	2.0626	1.8540	0.0757	0.0191	3.7297	0.5212	0.0002**	0.6023
Y65	0.9597	0.6082	0.0338	0.0058	1.6873	0.1624	0.0916	0.8710
Y66	0.4948	-3.0534	0.0173	-0.0290	0.8656	-0.8133	0.3868	0.4162

บ่งบอกถึงระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05** R = 0.847, R^2 = 0.718, Adjusted R^2 = 0.713

จำนวนกลุ่มตัวอย่าง = 838 ตัวอย่าง p-value ของตัวแบบ = 0.000**

สรุปผล อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

สรุปผล

ระดับความเชื่อมั่น 95% ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย(SET) ได้แสดงค่า R Square .049 และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เอ็ม เอ ไอ(MAI) ได้แสดงค่า R Square .072 แนวโน้มปัจจัยผลการดำเนินงานกับรายการคงค้างส่งผลต่อ ผลตอบแทนในอนาคตเพื่อการตัดสินใจลงทุนโดยตัวแปร ผ่านรายการคงค้างเป็นตัวแปรส่งผ่านมีผลลัพธ์ที่ชัดเจนมีบทบาทสำคัญมากในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)ในขณะที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) มีความสัมพันธ์กับภาพลักษณ์การกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG) เชิงบวกและการขยายตัวกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุน (CFI) ที่มากขึ้นตามสมมติฐานที่ว่ารายการคงค้างเป็นตัวแปรส่งผ่านมีผลต่อการพยากรณ์จริงอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) การวัดผลการวิจัยตลาดหลักทรัพย์ (SET) เปรียบเทียบตลาดหลักทรัพย์ (MAI) มีปัจจัยที่ขับเคลื่อนตลาดราคาหุ้นทั้งสองมีตัวแปรเหมือนกันคือ กระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงาน (CFO) มีนัยสำคัญทางสถิติทั้งสองตลาดที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05

อภิปรายผล

กรอบแนวคิดการวิจัย (Conceptual Framework) และ ผลลัพธ์ทางสถิติ (Statistical Results) ของงานวิจัยที่ศึกษาเรื่อง "ความสัมพันธ์ของผลการดำเนินงาน รายการคงค้าง และผลตอบแทนในอนาคต" โดยการเปรียบเทียบความสัมพันธ์ผลการดำเนินงานกับรายการคงค้างส่งผลต่อ ผลตอบแทนในอนาคตเพื่อการตัดสินใจลงทุน ความแตกต่างระหว่างตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) กับตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) 1.ตัวแปรอิสระ (Independent Variables) ได้แก่ กระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงาน กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุน กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงิน (CFO, CFI, CFF) สินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ และ หนี้สินดำเนินงานสุทธิ (NOA, NOL) อัตราส่วนทางการเงินอัตราส่วนสภาพคล่อง (LR), และการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG) ตัวแปรส่งผ่าน (Mediating Variable - y1) คือรายการคงค้าง (Accruals) (Y1) ความหมายทางบัญชี รายการคงค้างคือส่วนต่างระหว่างกำไรทางบัญชีกับกระแสเงินสดที่เกิดขึ้น สำหรับงานวิจัยจะใช้เป็นเครื่องมือการพยากรณ์ที่สำคัญของนักลงทุน ปัจจัยทางการเงินที่เกี่ยวข้องส่งผลต่อ "คุณภาพกำไร" หรือรายการคงค้างก่อนไปส่งผลต่อราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์หรือผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องพิจารณาตัวแปรตาม (Dependent Variable - y2) คือ "ผลตอบแทนในอนาคต" การพิจารณาผลงานวิจัยช่วยประกอบการตัดสินใจลงทุนเป้าหมายของการลงทุนได้ถูกต้องตัวแปรควบคุม ปี, ขนาดอุตสาหกรรม, อายุบริษัท 2. การเปรียบเทียบวัดผลการวิจัยเปรียบเทียบตลาดหลักทรัพย์ฯ SET vs MAI ผลของสถิติประกอบการแสดง ปัจจัยที่ขับเคลื่อนราคาหุ้นใน 2 ตลาดนั้นมีความเหมือนและต่างกันสิ่งที่เหมือนกันปัจจัยพื้นฐานที่สำคัญในทุกตลาดกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CFO) มีนัยสำคัญทั้งสองตลาดหลักทรัพย์ (SET p=0.05, MAI p=0.02)ผลคือยิ่งบริษัทมีเงินสดจากการทำธุรกิจจริงมาก ผลตอบแทนหุ้นยิ่งดีขนาดของกิจการ (SIZE) มีนัยสำคัญทั้งคู่ และค่าสัมประสิทธิ์ Beta เป็นบวกผล: บริษัทที่ขนาดใหญ่ที่มีแนวโน้มให้ผลตอบแทนดีกว่าอายุของบริษัท (AGE)มีนัยสำคัญทั้งคู่ แต่ค่าค่าสัมประสิทธิ์ Beta ติดลบผลเนื่องจากบริษัทที่มีอายุน้อย (Young

firms) มีแนวโน้มให้ผลตอบแทนดีกว่าบริษัทที่เปิดมานานเนื่องมาจากเพราะมีการลงทุนที่สูงตามขนาด Growth สูงกว่าสิ่งที่ต่างกันก็คือตลาดหลักทรัพย์ฯ SET มีการบริหารงานเน้นธรรมาภิบาลส่งเสริมการลงทุน การกำกับดูแลที่ดี CG เป็นสิ่งสำคัญที่ตลาดหลักทรัพย์ฯ SET ต้องให้ความสำคัญค่าสัมประสิทธิ์ Beta 0.92, Sig สูงมากขึ้น แปลว่าหุ้นที่มีมูลค่าสูงหรือผลประกอบการดีมีการบริหารแบบธรรมาภิบาลที่ดีก็ทำให้ราคาหุ้นและจะดีตามอย่างชัดเจนกระแสเงินสดสุทธิจากการลงทุน CFI มีผลบวก (Sig) แสดงว่านักลงทุนในตลาดฯ SET ชอบบริษัทที่มีการขยายการลงทุน (CAPEX) เพราะมองเห็นการเติบโตปัจจัยภายนอก (ปี Y) มีหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ฯ SET ผันผวนตามปีปฏิทิน (Economic Cycle) อย่างมากตลาดหลักทรัพย์ฯ MAI ซึ่งอ่อนไหวต่อหนี้สินดำเนินงานสุทธิ NOL เป็นจุดอ่อนของตลาดหลักทรพย์ฯ MAI โดยที่ค่าสัมประสิทธิ์ Beta -20.07, Sig 0.0000 ผลพบว่าถ้าบริษัทในตลาดฯ MAI มีภาระผูกพันหรือหนี้สินจากการดำเนินงานสูงผลตอบแทนจะต่ำลงมาก เมื่อค่าลบมีจำนวนสูงนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ฯ MAI ก็มีมุมมองเกี่ยวกับหนี้สินดำเนินงานสุทธิหรือภาระผูกพันที่ไม่ดีต่อการกำกับดูแลกิจการ CG และกระแสเงินสดสุทธิจากการลงทุน CFI มีผลต่อราคาหุ้นในตลาดหลักทรพย์ฯ MAI อย่างมีนัยสำคัญ สอดคล้องกับ Kamphithak, K. & Panmanee., P. (2017). ความสามารถในการพยากรณ์ของข้อมูลผลการดำเนินงานในอดีตในการพยากรณ์กำไรในอนาคต แต่ผลลัพธ์ในตลาดที่พบว่าองค์ประกอบของรายการคงค้างตัวแปรหนี้สินดำเนินงานสุทธิ NOL มีบทบาทสำคัญมากในตลาดหลักทรัพย์ฯ MAI ในขณะที่ตลาดหลักทรัพย์ SET ให้ความสำคัญกับภาพลักษณ์การกำกับดูแลที่ดี (CG) และการขยายตัวของ (CFI) มากกว่ารายละเอียดทางบัญชีนั้นเอง สอดคล้องกับ Suwannarat, W & Chaiket. N. (2020). ผลกระทบของกลไกการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อการจัดการกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

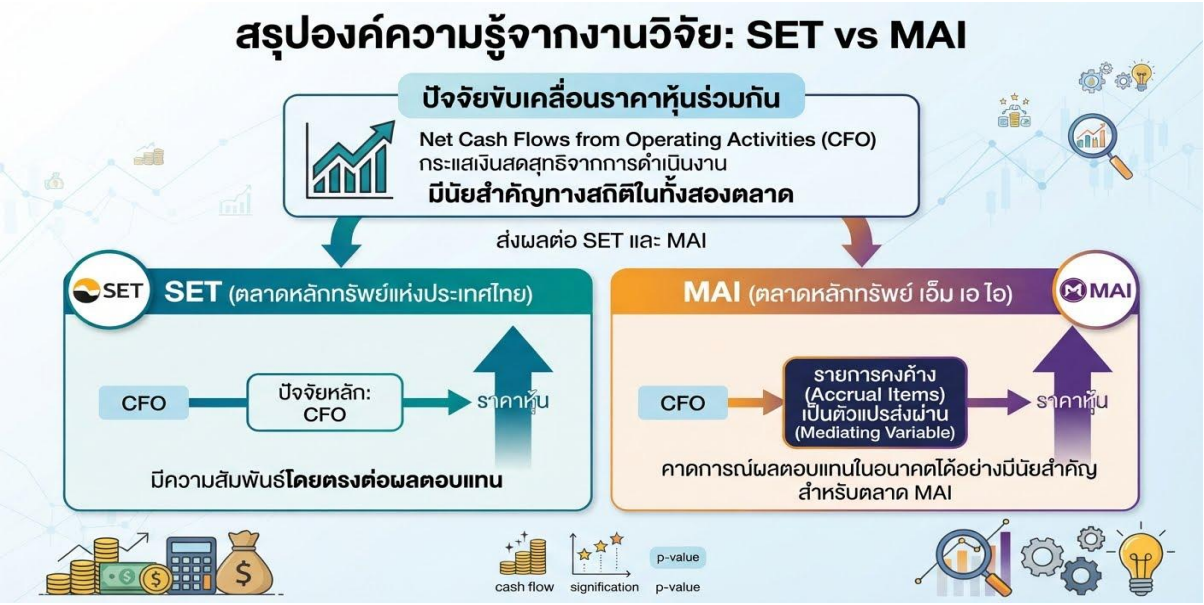
ข้อเสนอแนะในการวิจัย

การคำนวณทางสถิติที่สำหรับนักลงทุนควรพิจารณาที่มากกว่าราคาหุ้นในตลาดอย่างเดียวเมื่อต้องการลงทุนในระยะยาวควรพิจารณาตัวแปรจากการวิเคราะห์งบการเงินที่เปิดเผยของผลประกอบการบริษัทนั้นในการลงทุนในหุ้นของบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์SETจะต้องพิจารณาดูตัวแปรกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดีการกำกับดูแลกิจการที่ดี CG และกระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงาน CFO กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุน CFI การลงทุนขยายกิจการและราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ฯ MAI ต้องระมัดระวังตัวแปรที่ส่งสัญญาณหนี้สินดำเนินงานสุทธิ NOL ให้มากที่สุด ถ้าบริษัทที่มีหนี้สินดำเนินงานสุทธิจำนวนมาก และกระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงาน CFO เป็นหลักวิจัยในอนาคตเน้นวิเคราะห์ที่ตลาดหลักทรัพย์MAI ในมุมมองของการปรับโครงสร้างเงินลงทุน

องค์ความรู้ที่ได้จากการวิจัย

จากการศึกษาการเปรียบเทียบความสัมพันธ์ผลการดำเนินงานกับรายการคงค้างส่งผลต่อผลตอบแทนในอนาคตเพื่อการตัดสินใจลงทุน ความแตกต่างระหว่างตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) กับตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) ค้นพบองค์ความรู้ที่ได้จากการวิจัย สามารถสรุปได้ดังนี้

การเปรียบเทียบความสัมพันธ์ผลการดำเนินงานกับรายการคงค้างส่งผลต่อ ผลตอบแทนในอนาคต เพื่อการตัดสินใจลงทุนความแตกต่างระหว่างตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) กับตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)ได้ค้นพบองค์ความรู้ที่ได้จากการวิจัย กล่าวคือรายการคงค้างเป็นตัวแปรส่งผ่านมีผลต่อการพยากรณ์จริงอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) การวัดผลการวิจัยตลาดหลักทรัพย์ (SET) เปรียบเทียบตลาดหลักทรัพย์ (MAI) มีปัจจัยที่ขับเคลื่อนตลาดราคาหุ้นทั้งสองมีตัวแปรเหมือนกันคือ กระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงาน (CFO) มีนัยสำคัญทางสถิติทั้งสองตลาดที่ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ



ภาพที่ 1 แสดงองค์ความรู้ที่ได้จากการวิจัย

เอกสารอ้างอิง

กมลทิพย์ คำพิทักษ์ และ พนารัตน์ ปานมณี. (2560). ความสามารถพยากรณ์ของข้อมูลผลการดำเนินงานในอดีตในการพยากรณ์กำไรในอนาคต. *วารสารพัฒนบริหารศาสตร์ (NIDA Development Journal)*, **57**(3), 77–99. สืบค้นจาก https://so04.tci-thaijo.org/index.php/NDJ/article/view/104668

กัลยา วานิชย์บัญชา. (2556). *การวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงอนุมานด้วยเทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ*. สำนักพิมพ์จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.

ทศพร ดาราโพธิ์ และ สุภา ทองคง. (2563). ผลกระทบโครงสร้างเงินทุนที่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มธุรกิจพลังงานและสาธารณูปโภคในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารบัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยราชภัฏจันทรเกษม*, **15**(2), 109–122.

ทิพากร ศรีชัยธำรง และคณะ. (2564). อิทธิพลของงบกระแสเงินสดต่อสภาพคล่องและความมั่งคั่งสูงสุดของธุรกิจ: กรณีศึกษากลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารศิลปการจัดการ*, 5(1), 87–102.

ธัชชัย เกิดมี. (2564). *ความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพกำไรกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย* [ปริญญานิพนธ์ระดับมหาบัณฑิต]. มหาวิทยาลัยรามคำแหง.

วริศรา สุวรรณรัตน์ และ เนตรดาว ชัยเขต. (2563). ผลกระทบของกลไกการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อการจัดการกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารมนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์ มหาวิทยาลัยราชพฤกษ์*, **6**(3), 1–16.

วีระวรรณ ศิริพงษ์, สฤษฎ์พีรพันธุ์ กิตติศักดิ์ และ สุทธิพันธุ์ มั่นคง. (2561). อิทธิพลของกระแสเงินสดต่อความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด: กรณีศึกษาตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ. *วารสารมหาวิทยาลัยนราธิวาสราชนครินทร์ สาขามนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์*, 5(2), 111–120. สืบค้นจาก https://so05.tci-thaijo.org/index.php/pnuhuso/article/view/133578

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2569, 15 กุมภาพันธ์). สืบค้นจาก https://www.sec.or.th

อัญชลี เมืองเจริญ. (2563). *ปัจจัยที่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย* [วิทยานิพนธ์ปริญญามหาบัณฑิต]. มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช.

Baron, R. M., & Kenny, D. A. (1986). The moderator–mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, strategic, and statistical considerations. *Journal of Personality and Social Psychology*, 51(6), 1173–1182. https://doi.org/10.1037/0022-3514.51.6.1173

Dechow, P. M., Ge, W., & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2–3), 344–401. https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.09.001

Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *The Accounting Review*, 70(2), 193–225.

Hayes, A. F. (2013). *Introduction to mediation, moderation, and conditional process analysis: A regression-based approach*. Guilford Press.

Healy, P. M. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 7, 85–107. https://doi.org/10.1016/0165-4101(85)90029-1

Kermee, T. (2021). *The relationship between earnings quality and stock returns of companies listed on the Stock Exchange of Thailand* [Master's thesis]. Ramkhamhaeng University.

Kothari, S. P., Leone, A. J., & Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 163–197. https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.11.002

Richardson, S. A., Sloan, R. G., Soliman, M. T., & Tuna, A. I. (2005). Accrual reliability, earnings persistence and stock prices. *Journal of Accounting and Economics*, 39(3), 437–485. https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2005.04.005

Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374.

Translate Thai References

Darapho, T. & Thongkhong., S. (2020). The effect of capital structure on the profitability of listed companies in the energy and utilities sector in the Stock Exchange of Thailand. *Journal of Graduate School, Chandrakasem Rajabhat University*, 15(2), 109-122. (In Thai)

Kamphithak, K. & Panmanee., P. (2017). The predictive ability of past performance data in forecasting future profits. *NIDA Journal of Business Administration*, 21, 115-137. (In Thai)

Kermee., T. (2021). *The Relationship Between Earnings Quality and Stock Returns of Companies Listed on the Stock Exchange of Thailand.* Ramkhamhaeng University. (Note: 2021 is B.E. 2564) (In Thai)

Mueangcharoen, A. (2020). *Factors affecting the profitability of listed companies on the Stock Exchange of Thailand*, Master's thesis]. Sukhothai Thammathirat Open University. (In Thai)

Office of the Securities and Exchange Commission. Retrieved February 15, 2026. Form www.sec.or.th (In Thai)

Siripong, V. et al. (2018). The influence of cash flow on profitability and market value of securities: A case study of the MAI Stock Exchange. *Journal of Narathiwat Rajanagarindra University, Humanities and Social Sciences*, 5(2), 111-20. (In Thai)

Srichaithamrong, T et.al. (2021). The influence of cash flow statements on liquidity and maximum wealth of businesses: A case study of industrial product groups in the Stock Exchange of Thailand. *Silpa Management Journal,* 5(1), 87-102. (In Thai)

Suwannarat, W & Chaiket. N. (2020). The impact of corporate governance mechanisms on profit management of listed companies in the Stock Exchange of Thailand. *Journal of Humanities and Social Sciences, Rajapruk University*, 6(3), 1-16. (Note: 2020 is 2020 in the Buddhist calendar) (In Thai)

Vanichbuncha, K. (2013). *Data analysis using inferential statistics: Multiple regression analysis techniques*. Chulalongkorn University Press. (In Thai)