

กระแสเงินสด ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ และผลการดำเนินงานของบริษัท จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ Cash Flow, Stock Returns and the Performance of the Listed Companies on the Market for Alternative Investment (MAI)

เพ็ญนิภา พรหมโคตร¹ นงศ์นิตย์ จันทร์จรัส²

Phennipa Prommakhot Nongnit Chancharat

บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในช่วงปี พ.ศ. 2554 – 2559 โดยตัวแปรที่ศึกษาประกอบด้วย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน กระแสเงินสดสุทธิ ผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต และผลการดำเนินงานในอนาคต โดยใช้วิธีวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ

ผลการศึกษาพบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลการดำเนินงานในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ แต่ไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต ในขณะที่กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ แต่ไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคต และกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ แต่ไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคต ส่วนกระแสเงินสดสุทธินั้น พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้น กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กิจกรรมลงทุน กิจกรรมจัดหาเงิน และกระแสเงินสดสุทธิเป็นข้อมูลทางบัญชีที่เป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนในการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ ซึ่งผู้ใช้งบการเงินสามารถนำผลการศึกษาที่ได้เป็นแนวทางในการวิเคราะห์งบการเงินเพื่อประกอบการตัดสินใจต่อไป นอกจากนี้ยังเป็นประโยชน์ต่อผู้บริหารในการวางแผนกระแสเงินสดซึ่งสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานขององค์กรอีกด้วย

คำสำคัญ: กระแสเงินสด ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ผลการดำเนินงาน

¹หลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต คณะบริหารธุรกิจและการบัญชี มหาวิทยาลัยขอนแก่น

²ผู้ช่วยศาสตราจารย์ กลุ่มวิชาการเงิน คณะบริหารธุรกิจและการบัญชี มหาวิทยาลัยขอนแก่น

*Corresponding Author email: mnongn@kku.ac.th

Abstract

The objective of this research is to study the relationship between cash flow and stock returns and performances of the listed companies on Market for Alternative Investment (MAI), Thailand. Variables used in the study are cash flow from operating, investing and financing activities, net cash flow, future stock returns and future performance during 2011 – 2016. The relationship between cash flow and stock returns and performances of the listed companies are explored using descriptive statistics and multiple regression analysis.

The results found that cash flow from operating activities is positively significant relates to the future performances but is not significant relates to the stock returns. In addition, cash flow from investing activities is positively significant relates to the stock returns but is not significant relates to the future performances. Cash flow from financing activities is negatively significant relates to the stock returns but is not significant relates to the future performances. Furthermore, net cash flow is positively significant relates to the future performances. It can be concluded that information on cash flow (operating activities, investing activities, financing activities and net cash flow) are important to investors for securities investing decision making. The users of the financial statements can be use the results drawn from this study as a guide to analyze financial statements for decision making.

Keywords: Cash Flow Stock Returns Performance

บทนำ

รูปแบบการลงทุนในปัจจุบันมีหลากหลายวิธีท่ามกลางการพัฒนาของเทคโนโลยีและการเปลี่ยนแปลงของเศรษฐกิจและสังคม การลงทุนในหลักทรัพย์ถือเป็นทางเลือกหนึ่งที่มีความนิยมในปัจจุบัน ซึ่งการลงทุนในหลักทรัพย์นั้น นักลงทุนจำเป็นต้องใช้ข้อมูลในการวิเคราะห์ถึงความเสี่ยงและผลตอบแทนจากการลงทุน โดยผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์โดยทั่วไปมี 2 รูปแบบคือ กำไรจากการซื้อขายหลักทรัพย์ (Capital Gain) และเงินปันผล (Dividend) และความเสี่ยงที่นักลงทุนต้องเผชิญซึ่งกระทบจาก 3 ปัจจัย คือ ภาวะทางเศรษฐกิจ อุตสาหกรรม และผลการดำเนินงานของบริษัท (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2559) ซึ่งแหล่งข้อมูลที่แสดงให้เห็นผลการดำเนินงานของบริษัท ที่นักลงทุน นักวิเคราะห์ และสถาบันการเงินใช้ประกอบการตัดสินใจทั้งในด้านการลงทุน การพิจารณาให้กู้ยืม คือ งบการเงิน (ปราชญ์ดา สถาปนรัตน์กุล และ ประยูร โตสงวน, 2558) นักลงทุนจำเป็นต้องใช้ข้อมูลในคาดการณ์แนวโน้มของกิจการในอนาคต รวมถึงโครงสร้างทางการเงิน จากงบการเงินของบริษัท ซึ่งข้อมูลที่แสดงในงบการเงินสะท้อนให้เห็นถึงเหตุการณ์ทางธุรกิจที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงาน ฐานะทางการเงิน และกระแสเงินสดของกิจการในรอบระยะเวลาที่ผ่านมา โดยผลการดำเนินงานของบริษัทจะแสดงอยู่ในงบกำไรขาดทุน ซึ่งสะท้อนให้เห็นความสามารถของกิจการในการทำกำไรในรอบระยะเวลาที่ผ่านมา ว่ากิจการมีผลการดำเนินงานกำไรหรือขาดทุน ทั้งนี้ การจัดทำงบกำไรขาดทุนได้ถูกจัดทำตามเกณฑ์คงค้าง (Accrual Basis) โดยจะแสดงรายได้ ค่าใช้จ่ายของกิจการ

ทั้งหมด ทั้งที่เป็นเงินสดและไม่เป็นเงินสด ดังนั้น การรับรู้รายได้และการประมาณการค่าใช้จ่ายของกิจการที่อาจมีแนวโน้มเอนเอียงตามนโยบายทางบัญชีของฝ่ายบริหาร ทำให้ไม่สะท้อนกระแสเงินสดและสภาพคล่องที่แท้จริงของกิจการได้

ข้อมูลของงบการเงินเป็นข้อมูลที่สะท้อนถึงฐานะการเงินและเป็นข้อมูลที่ช่วยในการวิเคราะห์ตัดสินใจการลงทุน งบการเงินที่สำคัญได้แก่ งบแสดงฐานะทางการเงิน งบกำไรขาดทุน และงบกระแสเงินสด ซึ่งนักลงทุนพยายามใช้ข้อมูลเหล่านี้ประกอบในการตัดสินใจ ทั้งนี้ งบแสดงฐานะทางการเงินและงบกำไรขาดทุนจัดทำตามเกณฑ์คงค้าง (Accrual Basis) ในขณะที่งบกระแสเงินสดจัดทำตามเกณฑ์เงินสด (Cash Basis) โดยงบกระแสเงินสดจะแบ่งเงินสดออกเป็น 3 กิจกรรมหลักที่ใช้ในการดำเนินกิจการ ประกอบด้วย กิจกรรมการดำเนินงาน กิจกรรมการจัดหาเงิน และกิจกรรมการลงทุน ซึ่งทั้ง 3 กิจกรรมส่งผลกระทบต่อการทำงานของ บริษัท และแสดงให้เห็นถึงสภาพคล่องและความสามารถในการบริหารกิจการ ทำให้นักลงทุนมองเห็นสถานะทางการเงิน สภาพคล่องและโครงสร้างทางการเงินของกิจการได้อย่างชัดเจน ผู้ลงทุนสามารถใช้ข้อมูลงบกระแสเงินสดในการประเมินสภาพคล่องของกิจการว่ามีสภาพคล่องมากน้อยเพียงใด รวมถึงความยืดหยุ่นทางการเงินที่จะบอกถึงความสามารถของกิจการในการตอบสนองและปรับตัวให้เข้ากับโอกาสและอุปสรรคต่างๆ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2559) รวมถึงคาดคะเนเหตุการณ์ทางเศรษฐกิจและผลการดำเนินงานในอนาคต

การศึกษานี้เป็นการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ และกระแสเงินสดกับผลการดำเนินงานในอนาคต จากข้างต้นจะเห็นว่าข้อมูลกระแสเงินสดเป็นอีกข้อมูลที่นักลงทุนใช้ในการประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ อภิเดช แวสุวรรณ (2550) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตและผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และ อุษณีย์ วรพันธ์พิทักษ์ (2549) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและกำไรที่มีต่อราคาและผลตอบแทนหลักทรัพย์ ของกลุ่มบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งพบว่ากระแสเงินสดสามารถอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้ดีกว่าผลกำไร (อุษณีย์ วรพันธ์พิทักษ์, 2549) ทั้งนี้ การศึกษาในงานก่อนหน้าเป็นการศึกษาจากกลุ่มข้อมูลตัวอย่างในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งเป็นกลุ่มกิจการขนาดใหญ่ แต่การศึกษาคั้งนี้มุ่งศึกษาความสัมพันธ์ดังกล่าวกับบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (Market Alternative Investment: MAI) ซึ่งเป็นตลาดหลักทรัพย์อีกหนึ่งแห่งของประเทศไทยโดยทำหน้าที่เป็นตลาดรองและแหล่งระดมเงินทุนสำหรับธุรกิจขนาดกลางและขนาดเล็ก (SMEs) และเปิดโอกาสให้บริษัทในระดับ SMEs มีช่องทางในการระดมเงินทุนที่เทียบเท่ากับกิจการขนาดใหญ่ รวมถึงเป็นการเตรียมความพร้อมให้กับบริษัทเหล่านี้ที่จะเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในอนาคต ปัจจุบันบริษัทขนาดกลางและขนาดเล็กมีบทบาทในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจของประเทศเช่นเดียวกับบริษัทขนาดใหญ่และถือเป็นรากฐานทางเศรษฐกิจที่สำคัญอีกกลุ่มหนึ่ง ซึ่งบริษัทเหล่านี้มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น ทั้งนี้บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ดังกล่าวเป็นกลุ่มบริษัทขนาดกลางและขนาดย่อมที่มีศักยภาพ มีแนวโน้มเติบโต ซึ่งมีความต้องการระดมเงินทุนจากผู้ลงทุนเช่นเดียวกับบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)

การศึกษารุ่นนี้ใช้ข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ซึ่งเป็นแหล่งระดมเงินทุนระยะยาวสำหรับธุรกิจขนาดกลางและขนาดเล็ก (SMEs) โดยเน้นบริษัทที่มีการเติบโตสูงและมีแนวโน้มการเติบโตไปในทิศทางที่ดีในอนาคต และมีการซื้อขายหลักทรัพย์ โดย ปราณญาตา สถาปนรัตนกุล และ ประยูร โตสงวน (2558) ได้มีการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ โดยใช้กลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ซึ่งเป็นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดกับราคาหลักทรัพย์ แตกต่างจากการศึกษารุ่นนี้ที่มุ่งศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ และผลการดำเนินงานในอนาคต โดยตัวแปรที่ใช้ในศึกษารุ่นนี้ประกอบด้วย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กิจกรรมจัดหาเงิน กิจกรรมลงทุน และกระแสเงินสดสุทธิ เพื่อหาความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคต ทั้งนี้เพื่อให้ได้หลักฐานเชิงประจักษ์ว่ากระแสเงินสดมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทหรือไม่ ในรูปแบบใด

การทบทวนวรรณกรรม

จากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง พบว่า มีผู้สนใจศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ ตลอดจนความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดกับความสามารถในการดำเนินงานของกิจการ ซึ่งมีทั้งข้อค้นพบที่โต้แย้งและสนับสนุนความสัมพันธ์ดังกล่าว ดังจะเห็นได้จากการศึกษาของ อภิเดช แวสุวรรณ (2550) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคตโดยศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ตัวชี้วัด ของ Bradshaw Richardson and Sloan (2006) ซึ่งประกอบด้วย 1) กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน 2) กระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุน และ 3) กระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมหารด้วยสินทรัพย์รวมเฉลี่ย ซึ่งผลการศึกษาพบว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคต เช่นเดียวกับ Cohen and Lys (2006) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกิจกรรมจัดหาเงินกับผลการดำเนินงานและผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต โดยใช้ตัวชี้วัด ของ Bradshaw Richardson and Sloan (2006) ซึ่งผลการศึกษาพบว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคต ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ จิราพัชร นิ่มนวล (2553) ที่พบว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานในอนาคต

นอกจากนี้ จินตนา โลหิตหาญ (2550) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลการดำเนินงาน ความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดในอนาคตโดยศึกษาในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยแบ่งกิจกรรมจัดหาเงินออกเป็น 2 ประเภท คือ กระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมและกระแสเงินสดจากการออกหุ้นทุน ซึ่งผลการศึกษาพบว่ากระแสเงินสดจากการออกหุ้นทุนมีความสัมพันธ์กับความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดในอนาคตในทิศทางตรงกันข้าม ส่วนกระแสเงินสดจากการกู้ยืมมีความสัมพันธ์ในทิศทาง

เดียวกัน กับผลการดำเนินงานและมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดในอนาคต ซึ่งไม่สอดคล้องกับ ผลการศึกษาของ จตุพร ภาณุจนบุตร (2550) ที่ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงาน กิจกรรมลงทุน และกิจกรรมจัดหาเงิน กับกำไร (ขาดทุน) สุทธิ ซึ่งพบว่ากระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงาน กับผลการดำเนินงานมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับกำไร (ขาดทุน) สุทธิของกิจการ และกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุน และกิจกรรมจัดหาเงินนั้นมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับกำไร (ขาดทุน) สุทธิของกิจการ ซึ่งผลการศึกษาสอดคล้องกับผลการศึกษาของ ปราณญาตา สถาปนรัตน์กุล และ ประยูร โตสวน (2558) ซึ่งได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรที่มีต่อราคาตลาดของหลักทรัพย์ โดยศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จากการศึกษาพบว่ารายการกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ

การศึกษาแนวโน้มของรายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในการอธิบายหลักทรัพย์พบว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่ารายการคงค้าง (นลินรัตน์ วรรตน์โกคา, 2549) ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ พชรสุดา ปัญญาชั้นสกุลสุข (2551) ได้ศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อรายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ ผลการศึกษาพบว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่ารายการคงค้าง และผลของการศึกษาปัจจัยที่กระทบต่อความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์พบว่ากิจการที่มีกำไรหรือขาดทุนจากการดำเนินงานหลักมาก กิจการที่มีสินทรัพย์สูง กิจการที่มีอัตราการเติบโตของกำไรสูง มีความผันผวนของกำไรสูง ซึ่งกิจการเหล่านี้จะมีความสามารถส่วนเพิ่มของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมากกว่ารายการคงค้าง

อย่างไรก็ตาม จากการศึกษาของ มณฑา สุทธิพงศ์ (2553) ซึ่งได้ศึกษาความสามารถในการพยากรณ์กระแสเงินสดจากการดำเนินงานในอนาคตของกำไรสุทธิ กระแสเงินสดจากการดำเนินงานและรายการคงค้างทางบัญชี ซึ่งพบผลการศึกษาแตกต่างจากผลการศึกษาที่กล่าวข้างต้น โดยพบว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงานไม่สามารถนำมาใช้ในการพยากรณ์การเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในอนาคตได้

ทั้งนี้ มีการศึกษาเกี่ยวกับกระแสเงินสดในต่างประเทศ โดย Kim and Kross (2005) ได้มีการศึกษาความสามารถของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในการพยากรณ์กำไรสุทธิในอนาคต ซึ่งได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกำไรสุทธิในปัจจุบันและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในอนาคตเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องจากผลการศึกษาพบว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานแสดงให้เห็นถึงความแม่นยำในการพยากรณ์ในอนาคตมากขึ้น สอดคล้องกับ Finger (1994) ได้ศึกษาความสามารถในการพยากรณ์กำไรในอนาคตของกำไรสุทธิและกระแสเงินสดโดยแบ่งกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน เป็น 2 ระยะเวลา คือ ระยะสั้น (1 ปี) และ ระยะยาว 4 ปี ถึง 8 ปี ซึ่งพบว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงานระยะสั้นมีความสามารถในการพยากรณ์ได้ดีกว่ากำไรสุทธิ แต่ในระยะยาวพบว่ากำไรสุทธิและกระแสเงินสดมีความสามารถในการพยากรณ์ไม่แตกต่างกัน

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนหลักทรัพย์และตัวแปรผลการดำเนินงาน ของ Ali (1994) ซึ่งแบ่งตัวแปรออกเป็น 3 ตัวแปร คือ กำไร เงินทุนหมุนเวียนจากการดำเนินงาน และ กระแสเงินสด ผลจากการศึกษาพบว่า ราคาหุ้นตอบสนองต่อกำไรที่ไม่คาดหวัง เงินทุนหมุนเวียนจากการดำเนินงานที่ไม่คาดหวัง และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานที่ไม่คาดหวัง นอกจากนี้ อุษณีย์ วรพันธ์พิทักษ์ (2549) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและกำไรที่มีต่อราคาและผลตอบแทนหลักทรัพย์ ของกลุ่มบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยผลการวิจัยพบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กิจกรรมลงทุน กิจกรรมจัดหาเงิน กระแสเงินสดตลอดการะ สามารถอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้ดีกว่า ผลการดำเนินงานกำไร รวมทั้งงานของ วริญญา เจริญจิตต์ (2553) ที่ได้ศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ รายการคงค้างและรายการกระแสเงินสดกับอัตราผลตอบแทนในอนาคตจากการลงทุนในหุ้น ซึ่งจากการศึกษาพบว่าความสามารถในการคาดการณ์กำไรสุทธิในอนาคตของกิจการรายการกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนในอนาคต

จากการทบทวนวรรณกรรมพบงานของ ปราณญาดา สถาปนรัตนกุล และ ประยูร โตสงวน (2558) ที่ได้มีการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ โดยใช้กลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ซึ่งเป็นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดกับราคาหลักทรัพย์ แตกต่างจากการศึกษาครั้งนี้ที่มุ่งศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ และผลการดำเนินงานในอนาคต ทั้งนี้ เพื่อให้ได้หลักฐานเชิงประจักษ์ว่ากระแสเงินสดมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทหรือไม่ในรูปแบบใด

ระเบียบวิธีวิจัย

1. ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ในการศึกษา คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีจำนวนประชากรรวมทั้งสิ้น 139 บริษัท จาก 8 กลุ่มอุตสาหกรรม คือ 1. กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร 2. กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค 3. กลุ่มธุรกิจการเงิน 4. กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม 5. กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง 6. กลุ่มทรัพยากร 7. กลุ่มบริการ และ 8. กลุ่มเทคโนโลยี

ผู้วิจัยได้เลือกกลุ่มตัวอย่างด้วยวิธีเจาะจงเฉพาะ โดยมีเงื่อนไข คือ เป็นบริษัทที่มีข้อมูลงบการเงินรวมทั้งหมายเหตุประกอบงบการเงินสำหรับรอบระยะเวลาบัญชี 2554 – 2559 เป็นบริษัทที่มีรอบระยะเวลาบัญชี สิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม ทั้งนี้ เพื่อให้ได้ข้อมูลที่มีการดำเนินงานในช่วงเวลาเดียวกัน และไม่เป็นบริษัทที่เข้าข่ายอาจถูกเพิกถอนออกจากตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในช่วงปีการศึกษา

จากการคัดเลือกข้อมูลตามเงื่อนไขที่กำหนดข้างต้นทำให้ได้ตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาทั้งสิ้น 49 บริษัท ดังแสดงในตารางที่ 1

ตารางที่ 1 กลุ่มตัวอย่างในการศึกษา

กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนกลุ่มตัวอย่าง
1. กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	2
2. กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค	5
3. กลุ่มธุรกิจการเงิน	3
4. กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม	15
5. กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	6
6. กลุ่มทรัพยากร	3
7. กลุ่มบริการ	11
8. กลุ่มเทคโนโลยี	4
กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาทั้งสิ้น	49

ที่มา : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2560)

1.1 ข้อมูล ตัวแปร และการกำหนดสมมติฐาน

การศึกษาในครั้งนี้ ผู้ศึกษาได้กำหนดตัวแปรตาม ตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุม รวมทั้งสมมติฐานของการศึกษาดังต่อไปนี้

1.1.1 ตัวแปรตาม

คือ ตัวแปรที่ได้รับผลกระทบจากตัวแปรอิสระ ซึ่งตัวแปรตามที่ใช้ในการศึกษาในครั้งนี้ ประกอบด้วย 2 ตัวแปร คือ ผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตและผลการดำเนินงานในอนาคต โดยมีรายละเอียดของแต่ละตัวแปร ดังนี้

1) ผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต (RET_{t+1})

เป็นตัวบ่งชี้ผลประโยชน์ที่นักลงทุนได้รับ ซึ่งอาจจะได้รับในหนึ่งงวดของการลงทุนแต่ละประเภท ผู้ลงทุนสามารถใช้ผลตอบแทนหลักทรัพย์ซึ่งอยู่ในรูปของเงินปันผล กำไรจากการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ นี้เพื่อเปรียบเทียบกับความเสี่ยงหรือเปรียบเทียบกับการลงทุนประเภทต่างๆ ก่อนตัดสินใจลงทุน โดยคำนวณจากผลตอบแทนของหลักทรัพย์ระหว่างงวด กับการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ เป็นการเก็บข้อมูลราคาหลักทรัพย์ ณ วันที่ประกาศผลการดำเนินงาน ทั้งนี้ เพื่อให้ได้ข้อมูลที่สะท้อนราคาหลักทรัพย์อย่างถูกต้องตรงเวลา (อภิเดช แวสุวรรณ, 2550) โดยไม่รวมเงินปันผล เนื่องจากเงินปันผลเป็นส่วนแบ่งที่บริษัทแบ่งจากผลกำไรให้กับผู้ถือหุ้น ซึ่งบริษัทจะพิจารณาจ่ายปันผลเป็น เงินปันผล หรือหุ้นปันผลก็ได้ รวมถึงอาจจะจ่ายมากจ่ายน้อยหรือไม่จ่ายปันผลก็ได้ ขึ้นอยู่กับหลายปัจจัย เช่น นโยบายการจ่ายปันผลของบริษัท ผลการดำเนินงานในแต่ละปีของบริษัท หากบริษัทมีผลการดำเนินงานขาดทุนก็ไม่สามารถจ่ายเงินปันผลได้ (ธนยพันธ์ นิมิตรชัยวงศ์, 2554)

2) ผลการดำเนินงานในอนาคต (INCOME_{t+1})

เป็นตัวบ่งชี้ให้เห็นถึงความสามารถในการดำเนินงานของกิจการว่ามีผลการดำเนินงานเป็นกำไรหรือขาดทุน นักลงทุนมักลงทุนในบริษัทที่มีผลการดำเนินงานกำไร หรือมีแนวโน้มผลการดำเนินงานที่มีกำไร ซึ่งผลการดำเนินงานเป็นส่วนหนึ่งที่นักลงทุนใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน โดยเก็บข้อมูลผลกำไร (ขาดทุน) ก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษีเงินได้ของปีถัดไปของกลุ่มบริษัท โดยหารสินทรัพย์รวมเฉลี่ย (Average Total Asset) ทั้งนี้เพื่อลดความแตกต่างของขนาดกิจการ (อภิเดช แวสุวรรณ, 2550)

1.2.1 ตัวแปรอิสระ ประกอบด้วย 4 ตัวแปร คือ

1) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO)

กระแสเงินสดที่ได้มา/ใช้ไปจากกิจกรรมหลักที่ก่อให้เกิดรายได้และค่าใช้จ่ายจากการดำเนินงานของกิจการ โดยคำนวณจากกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานหารด้วยสินทรัพย์รวมเฉลี่ย เพื่อลดความแตกต่างของขนาดกิจการ (อภิเดช แวสุวรรณ, 2550)

2) กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน (CFF)

กระแสเงินสดที่เกิดจากการก่อหนี้สินทั้งระยะสั้นและระยะยาวและกระแสเงินสดที่ได้รับจากการลงทุนโดยเจ้าของและส่วนของการกู้ยืมของกิจการ โดยคำนวณจากกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินหารด้วยสินทรัพย์รวมเฉลี่ย เพื่อลดความแตกต่างของขนาดกิจการ (อภิเดช แวสุวรรณ, 2550)

3) กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน (CFI)

กระแสเงินสดที่เกิดจากการซื้อและจำหน่ายสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนและเงินลงทุนอื่นของกิจการซึ่งไม่รวมอยู่ในรายการเทียบเท่าเงินสด กระแสเงินสดดังกล่าวแสดงถึงรายจ่ายที่กิจการได้จ่ายไปเพื่อให้ได้มาซึ่งสินทรัพย์ต่างๆ ที่จะก่อให้เกิดรายได้และกระแสเงินสดรับในอนาคต โดยคำนวณจากกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุนหารด้วยสินทรัพย์รวมเฉลี่ย เพื่อลดความแตกต่างของขนาดกิจการ (อภิเดช แวสุวรรณ, 2550)

4) กระแสเงินสดสุทธิ (NCF)

กระแสเงินสดที่ได้รับจริงจากกิจกรรมดำเนินงาน กิจกรรมลงทุน กิจกรรมจัดหาเงิน โดยคำนวณจากกระแสเงินสดสุทธิหารด้วยสินทรัพย์รวมเฉลี่ยเพื่อลดความแตกต่างของขนาดกิจการ (อภิเดช แวสุวรรณ, 2550)

1.2.2 ตัวแปรควบคุม

การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและผลตอบแทนหลักทรัพย์ มีการควบคุมตัวแปรที่อาจมีความสัมพันธ์กับกระแสเงินสด ทั้งนี้เพื่อควบคุมผลกระทบที่เกิดจากปัจจัยอื่นที่ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ นอกจากตัวแปรที่ศึกษา โดยตัวแปรควบคุมในการศึกษาคั้งนี้ คือ อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ และขนาดของกิจการ

1) มูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ (Book to Market: B/M)

มูลค่าทางบัญชีหารด้วยมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญโดยใช้ข้อมูล ณ วันสิ้นสุดบัญชี อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ เป็นตัวแปรในแบบจำลอง Fama French Three factor Model ซึ่ง Fama and French (1992) ได้ศึกษาความคาดหวังของผลตอบแทนหลักทรัพย์

โดยมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของส่วนของหุ้นสามัญ แสดงถึงการคาดการณ์ความเสี่ยงของการลงทุน ถ้ามูลค่าตลาดมากกว่ามูลค่าตามบัญชี หรือ B/M ต่ำ แสดงให้เห็นว่านักลงทุนคาดการณ์แนวโน้มของหลักทรัพย์นั้นไปในทิศทางที่ดี นักลงทุนจึงคาดการณ์ความเสี่ยงที่น้อยและอัตราผลตอบแทนที่ต่ำ ในทางตรงกันข้าม ถ้ามูลค่าบัญชีมากกว่ามูลค่าตลาด หรือ B/M มาก แสดงให้เห็นว่านักลงทุนคาดการณ์แนวโน้มของหลักทรัพย์นั้นไปในทิศทางที่ไม่ดี นักลงทุนจึงคาดการณ์ความเสี่ยงที่สูงจึงคาดหวังผลตอบแทนที่สูง เพื่อให้สอดคล้องกับความเสี่ยงของหลักทรัพย์นั้นๆ (สรายุทธ หินยศ, 2554)

มูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของส่วนของหุ้นสามัญเป็นตัวแปรที่แสดงให้เห็นว่าบริษัทมีค่าความนิยม (Goodwill) สำหรับนักลงทุนมากน้อยเพียงใด (อภิเดช แวสุวรรณ, 2550) ในอดีตมีงานวิจัยที่ได้ศึกษาโดยใช้ตัวแปรดังกล่าวในการพยากรณ์และวิเคราะห์ผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งแสดงให้เห็นว่า นักลงทุนควรคำนึงถึงความเสี่ยงจากมูลค่าตามบัญชีเพื่อเพิ่มความแม่นยำในการพยากรณ์ผลตอบแทนหลักทรัพย์ (ทัตพงศ์ อวิโรธนานนท์ และ วรวิระพงศ์ อุทธารัตน์, 2558) โดย มนัสนันท์ ศรีหมากสุก (2550) ได้ทดสอบแบบจำลอง Fama – French Three Factor Model ผลการทดสอบพบว่าอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด สามารถอธิบายความผันผวนของความเสี่ยงและผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้อย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้น อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญจึงเป็นตัวแปรควบคุมที่เหมาะสมในการทดสอบความสัมพันธ์ดังกล่าว รายละเอียดของตัวแปรสรุปได้ดังตารางต่อไปนี้

ตารางที่ 2 สรุปรายละเอียดของตัวแปร

ตัวแปร	สัญลักษณ์	การวัดค่า
ตัวแปรอิสระ		
1. กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน	CFO	กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานหารด้วยสินทรัพย์รวมเฉลี่ยของปีที่ t
2. กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน	CFI	กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุนหารด้วยสินทรัพย์รวมเฉลี่ยของปีที่ t
3. กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน	CFF	กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงินหารด้วยสินทรัพย์รวมเฉลี่ยของปีที่ t
4. กระแสเงินสดสุทธิ	NCF	กระแสเงินสดสุทธิหารด้วยสินทรัพย์รวมเฉลี่ยของปีที่ t
ตัวแปรตาม		
1. ผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต	RET_{t+1}	ผลตอบแทนหลักทรัพย์ในช่วงปีที่ t+1
2. ผลการดำเนินงานในอนาคต	$INCOME_{t+1}$	ผลการดำเนินงานในช่วงปีที่ t+1
ตัวแปรควบคุม		
อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ	BM	มูลค่าทางบัญชีหารด้วยมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ โดยใช้ข้อมูล ณ วันสิ้นสุดบัญชี

โดยกำหนดสมมติฐานและตัวแบบในการศึกษา ดังนี้

สมมติฐานเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต

H₁: กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนหลักทรัพย์

H₂: กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนหลักทรัพย์

H₃: กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนหลักทรัพย์

สมมติฐานเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดกับผลการดำเนินงานในอนาคต

H₄: กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงาน

H₅: กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงาน

H₆: กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงาน

สมมติฐานเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดสุทธิกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคต

H₇: กระแสเงินสดสุทธิมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนหลักทรัพย์

H₈: กระแสเงินสดสุทธิมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงาน

ตัวแบบที่ใช้ในการทดสอบสมมติฐานการศึกษาความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคต โดยแทนค่าตามสมการทั่วไปของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ ซึ่งแบ่งออกเป็น 2 ตัวแบบ คือ

ตัวแบบที่ 1 ตัวแบบทดสอบกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์

ตัวแบบที่ 1.1 ใช้ทดสอบสมมติฐาน H₁, H₂ และ H₃

$$RET_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 CFO_t + \beta_2 CFI_t + \beta_3 CFF_t + \beta_4 BM_t + \varepsilon_{t+1}$$

ตัวแบบที่ 1.2 ใช้ทดสอบสมมติฐาน H₇

$$RET_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 NCF_t + \beta_2 BM_t + \varepsilon_{t+1}$$

ตัวแบบที่ 2 ตัวแบบทดสอบกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน

ตัวแบบที่ 2.1 ใช้ทดสอบสมมติฐาน H₄, H₅ และ H₆

$$INCOME_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 CFO_t + \beta_2 CFI_t + \beta_3 CFF_t + \beta_4 BM_t + \varepsilon_{t+1}$$

ตัวแบบที่ 2.2 ใช้ทดสอบสมมติฐาน H₈

$$INCOME_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 NCF_t + \beta_2 BM_t + \varepsilon_{t+1}$$

1.2 วิธีการวิเคราะห์

การศึกษานี้ใช้วิธีการทางสถิติทำการวิเคราะห์ข้อมูล ประกอบด้วย 1. สถิติเชิงพรรณนา ซึ่งประกอบด้วย ค่าร้อยละ (Percentage) ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าเฉลี่ย (Mean) และ ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) และ 2. การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) ในการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดกับผลตอบแทนหลักทรัพ์และผลการดำเนินงาน

ผลการศึกษา

จากการวิเคราะห์พบผลดังนี้

ค่าสถิติเชิงพรรณนา แสดงได้ดังตารางต่อไปนี้

ตารางที่ 3 ค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปร

ตัวแปร	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
CFO	196	-0.6171	0.8281	0.0617	0.1716
CFI	196	-0.9206	0.2095	-0.0885	0.1758
CFF	196	-0.3221	1.0296	0.0462	0.2496
NCF	196	0.0014	1.5649	0.1433	0.2639
BM	196	0.0502	1.4844	0.5791	0.3295
RET	196	-0.7200	2.5637	0.2148	0.6585
INCOME	196	-0.8686	0.9964	0.0603	0.2349

จากตารางสรุปได้ว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ โดยเฉลี่ยแล้วอยู่ที่ 0.062 บริษัทมีกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่ำที่สุดอยู่ที่ -0.617 และบริษัทมีกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานสูงสุดอยู่ที่ 0.828 ส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน (CFI) ของบริษัทนั้น โดยเฉลี่ยแล้วอยู่ที่ -0.089 และกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน (CFF) ของบริษัท โดยเฉลี่ยแล้วอยู่ที่ 0.046 บริษัทมีกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่ำที่สุดอยู่ที่ -0.322 และบริษัทมีกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานสูงสุดอยู่ที่ 0.046

ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ Pearson แสดงได้ดังตารางต่อไปนี้

ตารางที่ 4 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ Pearson ของตัวแปร

	CFO	CFI	CFF	NCF	RET	INCOME	BM
CFO	1						
CFI	-0.104	1					
CFF	-0.548**	-0.441**	1				
NCF	0.297**	-0.065	0.261**	1			
RET	-0.008	-0.212**	0.079	0.027	1		
INCOME	0.653**	0.085	-0.423**	0.306**	-0.012	1	
BM	-0.111	0.151*	-0.061	-0.122	-0.113	-0.116	1

*มีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05

**มีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01

จากตารางจะเห็นว่าค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระทุกคู่มีค่าสูงสุดอยู่ที่ -0.548 ซึ่งสรุปได้ว่าตัวแปรอิสระแต่ละตัวมีความสัมพันธ์อยู่ในระดับไม่สูงมากนัก โดยกระแสเงินสดสุทธิกับกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์สูงสุด

นอกจากนี้ การทดสอบการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคตซึ่งผลการทดสอบความสัมพันธ์แสดงรายละเอียดในตารางที่ 5 และ 6 ต่อไปนี้

ตารางที่ 5 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุระหว่างกระแสเงินสดกับผลตอบแทนหลักทรัพย์

Model	b	Std. Error	t	p-value	R Square
(Constant)	0.249	0.107	2.331	0.021	0.06
CFO	-0.618	0.476	-1.297	0.196	
CFI	1.051	0.365	2.883	0.004**	
CFF	-0.425	0.359	-1.184	0.038*	
NCF	0.220	0.239	0.923	0.357	
BM	-0.174	0.143	-1.212	0.227	

*มีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05

**มีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01

จากตารางแสดงผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดกับผลตอบแทนหลักทรัพย์
ในอนาคต ค่าที่ได้จากการวิเคราะห์จะพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยของตัวแปรอิสระ (B) รวมถึง
ค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ (R Square) โดยกำหนดระดับนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ 0.05 จากตาราง พบว่า
กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO) และกระแสเงินสดสุทธิ (NCF) ไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทน
หลักทรัพย์ในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้นจึงปฏิเสธสมมติฐาน H_1 และ H_7

กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน (CFI) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต
อย่างมีนัยสำคัญพิจารณาได้จากค่า p-value มีค่าเท่ากับ 0.004 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนด โดยมี
ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยเท่ากับ 1.051 นั่นคือ กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน
กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐาน H_2

กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน (CFF) มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับผลตอบแทนหลักทรัพย์
ในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งพิจารณาได้จากค่า p-value มีค่าเท่ากับ 0.038 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญ
ที่กำหนด โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยเท่ากับ -0.425 นั่นคือ กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน
มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐาน H_3

ตารางที่ 6 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุระหว่างกระแสเงินสดกับผลการดำเนินงาน

Model	b	Std. Error	t	p-value	R Square
(Constant)	0.034	0.028	1.195	0.234	0.475
CFO	0.704	0.127	5.541	0.000**	
CFI	0.122	0.097	1.254	0.211	
CFF	-0.146	0.096	-1.522	0.130	
NCF	0.171	0.064	2.689	0.008**	
BM	-0.042	0.038	-1.088	0.278	

** มีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01

จากตารางแสดงผลการความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดกับผลการดำเนินงานในอนาคต โดยกำหนด
ระดับความสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ 0.05 จากตารางพบว่า

กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลการดำเนินงานในอนาคต
อย่างมีนัยสำคัญพิจารณาได้จากค่า p-value มีค่าเท่ากับ 0.000 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนด โดยมี
ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยเท่ากับ 0.704 นั่นคือ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์ในทิศทาง
เดียวกันกับผลการดำเนินงานในอนาคต ดังนั้น จึงยอมรับสมมติฐาน H_4

กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน (CFI) และกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน (CFF) ไม่มีความ
สัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้นจึงปฏิเสธสมมติฐาน H_5 และ H_6

กระแสเงินสดสุทธิ (NCF) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งพิจารณาได้จากค่า p-value มีค่าเท่ากับ 0.008 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนด โดยมีความสัมพันธ์ที่ถดถอยเท่ากับ 0.171 นั่นคือ กระแสเงินสดสุทธิมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานในอนาคต ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐาน H_8

สรุปและอภิปรายผล

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดกับผลตอบแทนหลักทรัพ์และผลการดำเนินงานในอนาคต ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพ์ เอ็ม เอ ไอ ในช่วงปีพ.ศ. 2554 – 2559 ผลการศึกษาพบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลการดำเนินงานในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่ไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพ์ในอนาคต นอกจากนี้ยังพบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน (CFI) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลตอบแทนหลักทรัพ์ในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ แต่ไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคต และกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน (CFF) มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับผลตอบแทนหลักทรัพ์ในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ แต่ไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคต ส่วนกระแสเงินสดสุทธิ (NCF) นั้น พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ

สามารถอธิบายได้ดังนี้ ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดกับผลตอบแทนหลักทรัพ์ในอนาคต พบว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพ์ในอนาคตในทิศทางเดียวกันซึ่งสอดคล้องกับการวิจัยของ อุษณีย์ วรพันธ์พิทักษ์ (2549) ที่พบว่ากระแสเงินสดจากการลงทุนมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพ์อย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้นกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนหลักทรัพ์ในอนาคต หากกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนเพิ่มขึ้นผลตอบแทนหลักทรัพ์ในอนาคตจะเพิ่มขึ้นเช่นเดียวกัน

ทั้งนี้ ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดกับผลการดำเนินงานในอนาคตพบว่ากระแสเงินสดเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานและกระแสเงินสดสุทธิมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคตในทิศทางเดียวกัน ซึ่งสอดคล้องกับผลงานวิจัยของ จตุรพร กาญจนบุตร (2550) ที่พบว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับผลกำไร (ขาดทุน) ในทิศทางเดียวกัน ทั้งนี้งานวิจัยของ Finger (1994) ก็พบว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานสามารถพยากรณ์กำไรสุทธิได้ดี

ส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนหลักทรัพ์ในอนาคต ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Bradshaw Richardson and Sloan (2006) และ Cohen and Lys (2006) ที่พบว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพ์ในอนาคตในทิศทางตรงกันข้าม

เอกสารอ้างอิง

- Ali, A. (1994). The Incremental Information Content of Earnings, Working Capital from Operations, and Cash Flows. **Journal of Accounting Research**, 32, 61 – 73.
- Awirothananon, T. and Auttarat, W. (2015). A Comparison between CAPM and the Three Factor Models in Analysing Stock Returns. **Journal of Management Sciences**, 32(1), 1-17. (In Thai)
- Bradshaw, M., Richardson, S.A., Sloan, R.G. (2006). The Relation between Corporate Financing Activities, Analysts' Forecasts and Stock Returns. **Journal of Accounting and Economics**, 42, 53-85.
- Chareonchit, W. (2010). **The Relationship between Net Operating Assets, Accruals and Cash Flows and Future Stock Returns**. Independent Study of Master of Accountancy, Thammasat University. (In Thai)
- Cohen, D. A. and Lys, T. Z. (2006). Weighting the Evidence on the Relation between External Corporate Financing Activities, Accruals and Stock Return. **Journal of Accounting and Economics**, 42, 87 – 105.
- Fama, E. F. and French, K. R. (1992). The Cross-Section of Expected Stock Returns. **Journal of Finance**, 47(2), 427 – 465.
- Finger, C. (1994). The Ability of Earning to Predict Future Earnings and Cash Flows. **Journal of Accounting Research**, 32(2), 210– 233.
- Hinyot, S. (2011). **A Study on Using the Four-Factor Pricing Model to Measure Performance of Portfolio Constructed by Characteristics of Stocks in The Stock Exchange of Thailand**. Independent Study of Master of Business Administration, Chiang Mai University. (In Thai)
- Kanchanabut, C. (2007). **The Relationships between Operating Cash Flow, Investing Cash Flow and Financing Cash Flow and the Net Income (Loss) of Wireless Communication Companies**. Faculty of Accounting, Sripatum University. (In Thai)
- Kim, M., and Kross, W. (2005). **The Ability of Earnings Predict Future Operating Cash Flows has been Increasing-not Decreasing**. Working Paper, University of Missouri Columbia.
- Lohithan, J. (2012). **The Relationships between Financing Cash Flow and Performance Profitability and Stock Market Price of Listed Companies in the Stock Exchange of Thailand**. Faculty of Accounting, Sripatum University. (In Thai)
- Nimitchaiwong, T. (2011). **The Analysis of Rate of Return and Risk of Security Investment in Banking Sector**. Independent Study of Master of Business Administration, Major in Finance, University of the Thai Chamber Of Commerce. (In Thai)

- Nimnoun, J. (2010). **The Relationship between Cash flow from Corporate Financing Activities and Future Performance of Listed Companies in the Stock Exchange of Thailand (SET 100 INDEX)**. Independent Study of Master of Accountancy, Major in Accounting, Department of Accounting. Kasetsart University. (In Thai)
- Panyachuinsakulsook, P. (2008). **Factors Affecting Accrual Items and Cash Flows from Operating Activities in Explaining Stock Price: A Case of Listed Companies in the Stock Exchange of Thailand**. Thesis of Master of Accountancy, Chulalongkorn University. (In Thai)
- Satapanaratkul, P. and Torsanguan, P. (2015). The Relationship between Cash Flow and Profitability on the Stock Market Price of the Listed Companies on Thailand Market for Alternative Investment Group. **The National Conference & Research Presentation 2015 “Create and Development to Approach ASEAN Community II”**, 479 – 486. (In Thai)
- Srimaksuk, M. (2007). **Testing Fama–French Three Factor Model for the Listed Companies in the Stock Exchange of Thailand**. Master of Business Administration, University of the Thai Chamber Of Commerce. (In Thai)
- Sutthipong, M. (2010). **Net Income, Operating Cash Flow and Accruals in Predicting the Future Operating Cash Flow**. Master of Business Administration, Kasetsart University. (In Thai)
- The Stock Exchange of Thailand. (2016). **Fundamental Analysis**. Retrieved 25th September 2016, from https://www.set.or.th/education/th/being/stock_content04.pdf. (In Thai)
- The Stock Exchange of Thailand. (2017). **Market for Alternative Investment**. Retrieved 5th February 2017, from https://www.set.or.th/mai/th/company/industry_group_p1.html. (In Thai)
- Vawsuwan, A. (2007). **The Relationships between Financing Cash Flow and Securities Returns and Future Performance of the Listed Companies in the Stock Exchange of Thailand**. Thesis of Master of Accountancy, Chulalongkorn University. (In Thai)
- Vorapanpitak, U. (2006). **The Relationship between Cash Flow and Earnings on Prices and Stock Returns of Companies Listed in the Stock Exchange of Thailand**. Thesis of Master of Accountancy, Chulalongkorn University. (In Thai)
- Wararatpoka, N. (2006). **Trend of Accrual Items and Cash Flows from Operating Activities in Explaining Stock Price: An Empirical Study of Listed Companies in the Stock Exchange of Thailand**. Thesis of Master of Accountancy, Chulalongkorn University. (In Thai)