

ความสัมพันธ์ระหว่างราคาตามบัญชี กำไรจากการดำเนินงาน กำไรสุทธิ
กระแสเงินสดจากเงินปันผล และกระแสเงินสดจากกิจกรรม
ดำเนินงานต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียน
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
The Relationship between Book Value, Operating Income,
Net Income, Cash Flow from Dividend and Cash Flow
from Operations and Stock Price of Firms Listed in
the Stock Exchange of Thailand

ธารรัตน์ ทุลไธสง¹ สมใจ บุญมณีนไวย²
Tararat Thooltaisong Somjai Boonmunewai

บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างราคาตามบัญชี กำไรจากการดำเนินงาน กำไรสุทธิ กระแสเงินสดจากเงินปันผล และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เก็บรวบรวมข้อมูลจากรายงานการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่เปิดเผยในเว็บไซต์ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2558 - 2560 จำนวน 1,520 ตัวอย่าง วิเคราะห์ข้อมูลโดยสถิติเชิงพรรณนา สถิติสหสัมพันธ์ และใช้สถิติการวิเคราะห์การถดถอยในการทดสอบสมมติฐาน

ผลการศึกษา พบว่า ราคาตามบัญชี ($\beta = 0.563, p < .01$) มีความสัมพันธ์และมีผลกระทบในเชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติมากที่สุดเมื่อพิจารณาเพียงปัจจัยเดียว แต่เมื่อพิจารณาราคาตามบัญชีร่วมกับปัจจัยอื่น พบว่า กำไรจากการดำเนินงาน ($\beta = 0.327, p < .01$) มีความสัมพันธ์และมีผลกระทบในเชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติผลที่ได้เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ทุกข้อ และตามผลที่ได้แสดงว่านักลงทุนให้ความสนใจ

¹หลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต สาขาการบัญชี คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลอีสาน นครราชสีมา

²อาจารย์ประจำ สาขาการบัญชี คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลอีสาน นครราชสีมา

*Corresponding Author e-mail: tararat.th@hotmail.com

ทั้งข้อมูลที่ปรากฏในงบแสดงฐานะการเงินและงบกำไรขาดทุน และทั้งข้อมูลทางบัญชีที่จัดทำขึ้นตามเกณฑ์คงค้างและข้อมูลทางบัญชีที่อยู่ในรูปของกระแสเงินสด

คำสำคัญ : ราคาตามบัญชี กำไรจากการดำเนินงาน กำไรสุทธิ กระแสเงินสดจากเงินปันผล กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน

Abstract

This study aims to examine relationship between book value, operating income, net income, cash flow from dividend and cash flow from operation and the stock price of firms listed on the Stock Exchange of Thailand which collecting data from the disclosed financial reports of listed firms on the website of Stock Exchange of Thailand, Securities and Exchange Commission since the 2015 - 2017 amount of 1,520 samples. The statistics used for analyzing the collected data were the descriptive statistics, correlation analysis and multiple regression.

The results showed that the book value ($\beta = 0.563$, $p < .01$) had the highest positive effect and relationship to the stock price by considering only factors. Moreover, when considering book value with other factors, the operating income ($\beta = 0.327$, $p < .01$) had more relationship and affected with a stock price of firms listed in the stock exchange of Thailand. Therefore, the investors should use the information on financial position statements and statement of profit and loss which on accrued basis and information on cash basis.

Keywords: Book Value Operating Income Net Income Cash Flow from Dividend Cash Flow from Operations

บทนำ

ในปัจจุบันประเทศไทยมีระบบเศรษฐกิจแบบทุนนิยม (Capitalism) และอยู่ในระบบเศรษฐกิจแบบเปิด (Opened Economy) การค้าและการทุนในประเทศไทยจึงสามารถทำได้ อย่างเสรีทำให้การดำเนินธุรกิจเกิดการแข่งขันสูง การขยายตัวทางการค้าและการลงทุนโดยภาคเอกชนของประเทศไทยในปัจจุบันอยู่ในระดับที่สูงมาก รวมทั้งความก้าวหน้าทางเทคโนโลยีการสื่อสาร การคมนาคม การขนส่ง มีผลทำให้ธุรกิจต้องระดมเงินทุนจำนวนมากจากแหล่งเงินทุนต่างๆ ทั้งภายในและภายนอกประเทศ ธุรกิจหลายแห่งออกตราสารทางการเงินประเภทต่างๆ

ในการระดมเงินทุนเพื่อนำไปใช้จัดหาทรัพย์สินเพื่อรองรับการขยายตัวที่เกิดขึ้น (Arom, 2010)

ตลาดหลักทรัพย์ถือเป็นแหล่งระดมเงินทุนที่สำคัญของทุกประเทศทั่วโลก รวมถึงประเทศไทย การระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทำให้ธุรกิจสามารถระดมเงินทุนระยะยาวได้ไม่จำกัดจำนวน โดยมีต้นทุนของเงินทุนธุรกิจต่ำกว่าการกู้ยืมจากธนาคารพาณิชย์ ซึ่งเคยเป็นแหล่งเงินทุนที่สำคัญในอดีต โดยมีข้อจำกัดสำหรับวงเงินกู้ยืมและจะต้องมีหลักทรัพย์ค้ำประกัน นักลงทุนสามารถตอบสนองการระดมทุนของธุรกิจในตลาดหลักทรัพย์ได้ด้วยการลงทุนในหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินต่างๆ ซึ่งการลงทุนของนักลงทุนถือเป็นสิ่งสำคัญที่ช่วยให้เกิดการขับเคลื่อนระบบเศรษฐกิจของประเทศ ดังนั้นจะเห็นได้ว่าตลาดหลักทรัพย์เป็นแหล่งเงินทุนที่ธุรกิจสามารถจัดหาได้ทั้งในด้านปริมาณและเงื่อนไขเวลา ไม่ว่าจะเป็นเงินทุนระยะสั้น ระยะปานกลาง หรือระยะยาวได้ตรงตามความต้องการทั้งนักลงทุนไทยและชาวต่างชาติสามารถลงทุนได้ภายใต้กฎหมายและข้อบังคับของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลจากนโยบายทางการเงินและการคลังของประเทศ เช่น การเปิดเสรีทางการเงินให้เงินตราสามารถเข้าออกได้อย่างเสรีเพื่ออำนวยความสะดวกแก่นักลงทุนต่างชาติ ทำให้มีนักลงทุนต่างชาติเข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวนมากขึ้น การซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีการขยายตัวค่อนข้างรวดเร็ว จำนวนบริษัทจดทะเบียนได้เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ระดับราคาและปริมาณการซื้อขายโดยเฉลี่ยได้ปรับตัวสูงขึ้นมาก ทำให้มีผู้สนใจเข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เพิ่มจำนวนมากขึ้นทุกขณะ การลงทุนในหลักทรัพย์อาจเป็นการลงทุนที่ให้ผลตอบแทนสูงแต่มีความเสี่ยงสูงเช่นกัน ดังนั้นในการลงทุนในหลักทรัพย์ ผู้ลงทุนจำเป็นต้องพิจารณาปัจจัยต่างๆ ที่มีผลในการกำหนดมูลค่าและราคาหลักทรัพย์เพื่อวิเคราะห์ว่าควรเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ใด และเพื่อให้การซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีสภาพคล่อง ยุติธรรม และเป็นไปอย่างมีระเบียบ คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้กำหนดให้บริษัทจดทะเบียนต้องเปิดเผยสารสนเทศที่จำเป็นต่อการตัดสินใจให้ประชาชนหรือนักลงทุนทราบ โดยสารสนเทศดังกล่าวต้องมีความถูกต้อง เพียงพอและทันเวลา นอกจากนี้บริษัทจดทะเบียนต้องดำเนินการให้ผู้ลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทได้รับสารสนเทศดังกล่าวโดยเท่าเทียมกัน (Stock Exchange of Thailand, 2007)

ตามสมมติฐานประสิทธิภาพตลาดทุน EMH (Efficient Market Hypothesis) เชื่อว่าราคาของหลักทรัพย์จะสะท้อนถึงข้อมูลข่าวสารต่างๆ ได้อย่างถูกต้องและสะท้อนมูลค่าที่แท้จริงของสินทรัพย์ในตลาดทุน การลงทุนในหลักทรัพย์ของนักลงทุนเป็นการลงทุนที่คาดหวังว่า

จะได้ผลตอบแทนกลับมาในอนาคต ทั้งในรูปของเงินปันผลและกำไรจากการขายหลักทรัพย์ การตัดสินใจลงทุนเป็นการมองอนาคตของบริษัทที่ต้องการลงทุน โดยคาดการณ์ว่าระดับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทนั้นจะเพิ่มสูงขึ้นตามผลประกอบการของบริษัท ยิ่งบริษัทมีความสามารถในการทำกำไรสูง โอกาสที่ราคาหลักทรัพย์จะเคลื่อนไหวเพิ่มขึ้นก็สูงตามไปด้วย ดังนั้นการเผยแพร่ข้อมูลในงบการเงิน เช่น กำไรจากการดำเนินงาน กำไรสุทธิ กระแสเงินสดจากเงินปันผล และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน จึงมีผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุน (Fama, 1970) ซึ่งแสดงให้เห็นว่าข้อมูลในงบการเงินแสดงให้เห็นถึงผลการดำเนินงาน ฐานะการเงินหรือการเปลี่ยนแปลงฐานะการเงินของกิจการ ซึ่งเป็นประโยชน์ต่อผู้ลงทุนในการพิจารณาและตัดสินใจลงทุนได้อย่างมีหลักการและเหมาะสม ดังนั้นผู้วิจัยจึงสนใจที่จะศึกษาปัจจัยในงบการเงินที่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยพิจารณาปัจจัยทั้งข้อมูลตัวเลขกำไรทางบัญชีที่จัดทำขึ้นตามเกณฑ์คงค้างและกำไรทางบัญชีที่จัดทำขึ้นตามเกณฑ์เงินสด นั่นคือ กำไรทางบัญชีที่จัดทำขึ้นตามเกณฑ์คงค้าง ได้แก่ กำไรจากการดำเนินงานและกำไรสุทธิ และปัจจัยที่เป็นข้อมูลตัวเลขกระแสเงินสดของกิจการ คือ กระแสเงินสดจากเงินปันผลและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานซึ่งเป็นตัวเลขกำไรทางบัญชีที่ถูกจัดทำขึ้นตามเกณฑ์เงินสด

วัตถุประสงค์การวิจัย

เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างราคาตามบัญชี กำไรจากการดำเนินงาน กำไรสุทธิ กระแสเงินสดจากเงินปันผลและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน มีความสัมพันธ์และผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างไร

ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1. เพื่อให้ทราบถึงความสัมพันธ์ระหว่างกำไรจากการดำเนินงาน กำไรสุทธิ กระแสเงินสดจากเงินปันผลและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อราคาหลักทรัพย์
2. เพื่อให้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในการบริหารกิจการสำหรับการวางแผนและตัดสินใจในการดำเนินธุรกิจของตนเอง
3. เพื่อให้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนในการใช้ข้อมูลเพื่อการพิจารณาตัดสินใจลงทุนได้อย่างเหมาะสม เพิ่มประสิทธิภาพในการประเมินผลราคาหลักทรัพย์ที่ต้องการลงทุนได้

4. เพื่อให้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อหน่วยงานภาครัฐต่าง ๆ เช่น สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในการวางแผนพัฒนาตลาดทุนต่อไป

ทบทวนวรรณกรรม

สมมติฐานเรื่องประสิทธิภาพตลาดทุน

สมมติฐานประสิทธิภาพตลาดทุน EMH (Efficient Market Hypothesis) เป็นสมมติฐานที่ เชื่อว่ามูลค่าที่ควรเป็นของหุ้นจะเท่ากับราคาตลาดเสมอ ซึ่งแสดงให้เห็นว่าการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น ณ เวลาใดเวลาหนึ่งจะเป็นข้อมูลที่สะท้อนข่าวสารอย่างสมบูรณ์ ด้วยเหตุผลที่ราคาหุ้นจะปรับตัวสูงขึ้นหรือลดลงเมื่อมีข้อมูลข่าวสารใหม่ๆ เข้ามาในตลาด ผลกำไรที่นักลงทุนได้รับจะเป็นกำไรในระดับปกติ การเปลี่ยนแปลงในราคาหุ้นจะสอดคล้องกับข่าวสารข้อมูลการเปลี่ยนแปลงในปัจจุบันพื้นฐานของบริษัท ซึ่งตลาดทุนลักษณะนี้ถือเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพในการถ่ายทอดข้อมูลข่าวสาร หรือตลาดที่นักลงทุนใช้คาดการณ์ในผลกระทบต่อราคาหุ้น และประสิทธิภาพของตลาดจากพฤติกรรมข่าวสารข้อมูลแบ่งได้เป็น 3 ระดับดังนี้

1. ตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพต่ำ (The Weakly Efficient Market) เป็นตลาดหลักทรัพย์ ที่ราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันจะสะท้อนข้อมูลของตลาดของหลักทรัพย์ทั้งหมดในอดีต ซึ่งได้แก่ ราคาหลักทรัพย์ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์และข้อมูลอื่นๆ ที่เกิดขึ้นในตลาดหลักทรัพย์ทั้งหมดในอดีต
2. ตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพระดับปานกลาง (Semi-Strong Efficient Market) เป็นตลาดหลักทรัพย์ที่ราคาในปัจจุบันปรับตัวทันทีต่อข้อมูลสาธารณะทั้งหมด หรืออาจกล่าวได้ว่าราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันจะสะท้อนข้อมูลสาธารณะทั้งหมดอย่างเต็มที่
3. ตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพสูง (The Strongly Efficient Market) เป็นตลาดที่ราคาหลักทรัพย์ ในปัจจุบันจะสะท้อนข้อมูลทั้งหมดทั้งที่เป็นข้อมูลสาธารณะและข้อมูลส่วนบุคคลของบริษัทอย่างเต็มที่ (Fama, 1970)

ตามสมมติฐานประสิทธิภาพตลาดทุน เห็นว่าราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไปตามข้อมูลที่เข้ามาในตลาดทุนและปรับตัวตามข้อมูลข่าวสารที่ได้รับ โดยเฉพาะประเทศไทย ซึ่งมีสมมติฐานประสิทธิภาพตลาดทุนระดับปานกลาง ได้ให้ความสำคัญกับข่าวสารข้อมูลของงบการเงิน ดังนั้น การเปิดเผยข้อมูลในงบการเงินของบริษัทต่อสาธารณชน เช่น กำไรจากการดำเนินงาน กำไรสุทธิ กระแสเงินสดจากเงินปันผลและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน

จึงส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ และสะท้อนไปสู่การตัดสินใจของนักลงทุน ต่อหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Suppawat, Piruna, & Wetang, 2012)

ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory)

ทฤษฎีส่งสัญญาณ (Signaling Theory) เป็นทฤษฎีที่บริษัทหรือผู้ถือหุ้นรายใหญ่ส่งสัญญาณให้กับผู้ถือหุ้นรายย่อย ถึงผลกระทบที่อาจมีต่อราคาหลักทรัพย์ ทำให้ราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลง ไม่ว่าจะเป็นการเพิ่มทุนของบริษัท ซึ่งมักทำให้ราคาหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้น หรือการซื้อหุ้นคืนจากผู้ถือหุ้นรายย่อยทั่วไป ซึ่งจะทำให้จำนวนหุ้นลดลงและทำให้กำไรต่อหุ้นเพิ่มขึ้น หรือการเริ่มจ่ายเงินปันผลของบริษัทหลังจากบริษัทฯ ไม่ได้จ่ายเป็นเวลานาน ซึ่งแสดงว่าบริษัทเริ่มมีกระแสเงินสดส่วนเกิน ส่งผลให้ราคาหุ้นเพิ่มสูงขึ้น หรือการเพิ่มหรือลดการจ่ายเงินปันผลของบริษัทฯ ซึ่งข้อมูลเหล่านี้ได้เปิดเผยในรายงานการเงินของบริษัท ตามทฤษฎีการส่งสัญญาณนี้แสดงให้เห็นว่าตลาดรับรู้เกี่ยวกับข่าวสารที่เป็นสัญญาณบอกถึงมุมมองของผู้บริหารต่ออนาคตของบริษัทและส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ ผู้วิจัยใช้ทฤษฎีส่งสัญญาณนี้ในการอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลที่เปิดเผยในรายงานการเงินที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Spence, 1973)

แนวคิดเกี่ยวกับวิธีการกำหนดราคาหลักทรัพย์

ตามสมมติฐานเรื่องประสิทธิภาพตลาดทุน ผู้ลงทุนได้พยายามหาข้อมูลที่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ เพื่อประเมินราคาหลักทรัพย์ให้ใกล้เคียงกับมูลค่าของธุรกิจให้มากที่สุด ในงานวิจัยนี้ผู้วิจัยได้พิจารณาตัวแปรที่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ ดังนี้

ความสัมพันธ์ระหว่างราคาตามบัญชีกับราคาหลักทรัพย์

การกำหนดราคาหลักทรัพย์อาจกำหนดจากราคาสินทรัพย์ โดยวัดจากมูลค่าสินทรัพย์สุทธิหรือส่วนของผู้ถือหุ้น (Gregory, 1992) ซึ่งการวัดมูลค่าจากส่วนของผู้ถือหุ้นจะสอดคล้องกับทฤษฎีความเป็นหน่วยงาน (The Entity Theory) และสมการพื้นฐานของทฤษฎีความเป็นหน่วยงานคือ สินทรัพย์ เท่ากับ ส่วนของเจ้าของ สอดคล้องกับการศึกษาของ Suttiluck (2015) ซึ่งพบว่ามูลค่าทางบัญชีเป็นตัวแปรทางการเงินที่มีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ดี เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้มีการสนับสนุนให้เปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินอย่างครบถ้วน จึงทำให้มูลค่าตามบัญชีซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของรายงานทางการเงินสามารถใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ได้อย่างเหมาะสม นอกจากนี้ในการศึกษาจากตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (Prapaporn, 2008; Danaikarn, 2010) ผลการศึกษาพบว่ามูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น (BVPS) มีความสัมพันธ์ในทิศทาง

เดียวกันกับราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งสามารถอธิบายได้ว่าหากมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้นที่เพิ่มขึ้นหรือลดลงที่มาจากกำไรจากการดำเนินงานที่เพิ่มขึ้นหรือลดลง ผลที่ได้จะสะท้อนไปสู่ราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ให้มีแนวโน้มเพิ่มมากขึ้นหรือลดลงตามไปด้วย ดังนั้นผู้วิจัยจึงกำหนดสมมติฐานที่ 1 คือ

H_1 : ราคาตามบัญชีมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์

ความสัมพันธ์ระหว่างกำไรกับราคาหลักทรัพย์

นอกจากราคาตามบัญชีที่คาดว่าจะมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์แล้ว ผู้ลงทุนอาจพิจารณาปัจจัยอื่นเพิ่ม นั่นคือ กำไรจากการดำเนินงานถือเป็นกำไรหลักที่เกิดจากการดำเนินงานตามปกติของกิจการ ซึ่งแสดงถึงความสามารถในการบริหารงานหลักของกิจการ ดังนั้นหากนักลงทุนต้องการพิจารณาความเติบโตขององค์กร มักเลือกที่จะพิจารณาจากกำไรจากการดำเนินงานเป็นหลัก เช่นเดียวกับการศึกษาของ Watson & Wells (2005) ที่พบว่ากำไรจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ซึ่งผลตอบแทนของหลักทรัพย์จะสามารถสะท้อนไปสู่ราคาหลักทรัพย์ได้ ถือได้ว่าวงการเงินที่จัดทำขึ้นตามเกณฑ์ค่างั้น ให้ข้อมูลที่โปร่งใสและเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจแก่ผู้ใช้การเงิน และนอกจากนี้ตามทฤษฎีความเป็นหน่วยงาน (The Entity Theory) กำหนดให้ส่วนของเจ้าของหรือสิทธิของผู้ถือหุ้นวัดมูลค่าจากสินทรัพย์ที่ลงทุนบวกด้วยส่วนเพิ่มขึ้นหรือลดลงจากการดำเนินงานและมูลค่าทรัพย์สินที่ถูกตีราคาเปลี่ยนแปลงในภายหลัง ดังนั้นกำไรจากการดำเนินงานซึ่งเป็นส่วนสำคัญที่ทำให้สินทรัพย์สุทธิของกิจการเปลี่ยนแปลง ซึ่งเป็นส่วนสำคัญในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ ดังนั้น ผู้วิจัยจึงกำหนดสมมติฐานที่ 2 คือ

H_2 : กำไรจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์

นอกจากกำไรจากการดำเนินงานซึ่งถือเป็นกำไรที่เกิดจากการดำเนินงานหลักของกิจการแล้ว กำไรสุทธิก็เป็นองค์ประกอบที่สำคัญ เนื่องจากเป็นกำไรหลังการหักค่าใช้จ่ายที่เป็นภาระผูกพันของกิจการเรียบร้อยแล้ว ได้แก่ ดอกเบี้ยจ่าย และต้นทุนทางการเงินอื่น ซึ่งกำไรสุทธินี้กิจการใช้ในการคำนวณกำไรต่อหุ้นของกิจการ และกำไรต่อหุ้นถือเป็นส่วนหนึ่งในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ (Gregory, 1992) จากการศึกษาของ Krittaphong & Kanokon (2015) ; และ Jeera (2014) พบว่ากำไรต่อหุ้น ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ กลุ่ม SET 100 มีความสัมพันธ์ต่อมูลค่าราคาตลาด ไปในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ สอดคล้องกับ Phatteera (2017) และ Wichawadee (2016) ที่พบว่ากำไรทางบัญชีมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ดีกว่ากำไร

ทางเศรษฐศาสตร์ แสดงให้เห็นว่ากำไรทางบัญชีมีประโยชน์ในการตัดสินใจลงทุน ดังนั้น ผู้วิจัยจึงกำหนดสมมติฐานที่ 3 คือ

H_3 : กำไรสุทธิมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์

ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากเงินปันผลกับราคาหลักทรัพย์

นอกจากราคาตามบัญชีที่คาดว่าจะมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์แล้ว ผู้ลงทุนอาจพิจารณาปัจจัยอื่นเพิ่ม นั่นคือ กระแสเงินสดจากเงินปันผล จากการศึกษาในอดีต พบงานวิจัยจำนวนมากที่แสดงให้เห็นว่านักลงทุนระยะยาวส่วนใหญ่ต้องการลงทุนในหลักทรัพย์เพื่อผลตอบแทนในรูปของเงินปันผลมากกว่าผลตอบแทนในรูปของเงินส่วนต่างจากราคาหลักทรัพย์ที่ต้นลงทุน เช่น การศึกษาของ Kankanok & Thanida (2017); Supot, Chaiwuth & Maleemas (2017) โดยการเปลี่ยนแปลงในผลตอบแทนเงินปันผลที่เพิ่มสูงขึ้น จะมีผลทำให้ราคาตลาดของหุ้นสามัญของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทำการวิเคราะห์สูงขึ้นตามไปด้วย ทำให้นักลงทุนสามารถนำประเด็นนี้ไปใช้เป็นแนวทางในการตัดสินใจลงทุน ดังนั้นผู้วิจัยจึงได้กำหนดสมมติฐานที่ 4 เพื่อทดสอบความสัมพันธ์นี้ คือ

H_4 : กระแสเงินสดจากเงินปันผลมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์

ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานกับราคาหลักทรัพย์

นอกจากราคาตามบัญชีที่คาดว่าจะมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์แล้ว ผู้ลงทุนอาจพิจารณาปัจจัยอื่นเพิ่ม นั่นคือ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน เนื่องจากเป็นกระแสเงินสดที่เกิดจากการประกอบธุรกิจที่ก่อให้เกิดรายได้หลักของกิจการ เพราะฉะนั้นในมุมมองของนักลงทุนที่จะเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ อาจพิจารณาถึงกระแสเงินสดเข้าที่เกิดจากการประกอบธุรกิจหลักของกิจการมาเป็นอันดับแรก เมื่อกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ แสดงให้เห็นว่าเมื่อกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีจำนวนเพิ่มสูงขึ้น ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ก็จะเพิ่มขึ้นตามไปด้วย (Thanaphat, 2015) เช่นเดียวกับการศึกษาในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ พบว่าถ้ามูลค่าของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานเพิ่มขึ้น จะทำให้มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ เพิ่มขึ้น (Weerawan et al., 2018) ดังนั้นผู้วิจัยจึงกำหนดสมมติฐานที่ 5 คือ

H_5 : กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์

วิธีดำเนินการวิจัย

ประชากรและกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาค้างนี้ คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยยกเว้นข้อมูลของบริษัทกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน เนื่องจากแนวปฏิบัติทางบัญชีของธุรกิจประเภทดังกล่าวมีความแตกต่างกับแนวปฏิบัติของธุรกิจกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น และยกเว้นบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน และบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน ซึ่งเก็บรวบรวมข้อมูลในระหว่างปี พ.ศ. 2558 - 2560 ระยะเวลา 3 ปี รวมจำนวนข้อมูลที่ต้องใช้ในการศึกษา 1,520 ข้อมูล โดยเก็บรวมข้อมูลจากฐานข้อมูลออนไลน์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ผู้วิจัยนำข้อมูลที่รวบรวมได้มาวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นด้วยสถิติเชิงพรรณนา จากนั้นทำการหาความสัมพันธ์ของตัวแปรด้วยการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติสหสัมพันธ์ และเพื่อตรวจสอบว่าตัวแปรอิสระทุกตัวที่นำมาศึกษามีความสัมพันธ์กันเองในระดับสูงหรือไม่ เพื่อป้องกันปัญหา Multicollinearity และผู้วิจัยทำการทดสอบสมมติฐานด้วยการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติการถดถอยพหุคูณ

ตัวแปรในการศึกษา ประกอบด้วย

1. ตัวแปรอิสระ ได้แก่ ราคาตามบัญชี กำไรจากการดำเนินงาน กำไรสุทธิ กระแสเงินสดจากเงินปันผล และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน
2. ตัวแปรตาม ได้แก่ ราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
3. ตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดของกิจการ วัดจากสินทรัพย์รวม

สรุปผลการวิจัย

การศึกษาค้างนี้ เป็นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง ราคาตามบัญชี กำไรจากการดำเนินงาน กำไรสุทธิ กระแสเงินสดจากเงินปันผล และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งสรุปผลการศึกษาได้ดังนี้

การวิเคราะห์ข้อมูลพื้นฐานตัวแปรโดยใช้สถิติเชิงพรรณนา

สถิติเชิงพรรณนาที่ใช้ในการวิเคราะห์เพื่อให้ทราบถึงข้อมูลของตัวแปรต่างๆ ได้แก่ ค่าเฉลี่ย ค่ามัธยฐาน ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ซึ่งแสดงดังนี้

ตารางที่ 1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลพื้นฐานของตัวแปร

ตัวแปร	Mean	Median	Std. Deviation	Minimum	Maximum
PRICE	14.66	5.66	25.21	0.18	240.27
BV	9.55	3.02	20.07	-1.20	197.21
EBIT	1.02	0.34	2.29	-7.02	21.87
NI	0.75	0.23	1.93	-7.80	19.71
CFD	0.43	0.12	0.95	0.00	15.86
CFO	1.20	0.33	3.25	-41.21	33.13
SIZE	17.46	3.00	51.64	0.19	628.12

โดยที่ BV (Book Value) คือ ราคาตามบัญชี (หน่วย : บาทต่อหุ้น), EBIT (Operating Income) คือ กำไรจากการดำเนินงาน (หน่วย : บาทต่อหุ้น), NI (Net Income) คือ กำไรสุทธิ (หน่วย : บาทต่อหุ้น), CFD (Cash Flow from Dividend) คือ กระแสเงินสดจากเงินปันผล (หน่วย : บาทต่อหุ้น), CFO (Cash Flow from Operations) คือ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (หน่วย : บาทต่อหุ้น), SIZE (Total Assets) คือ ขนาดของกิจการวัดจากสินทรัพย์รวม (หน่วย : พันล้านบาท), PRICE (Stock Price) คือ ราคาหลักทรัพย์ (หน่วย : บาทต่อหุ้น)

จากตารางที่ 1 พบว่า ข้อมูลของตัวแปรทั้งหมดมีค่าเฉลี่ยมากกว่าค่ามัธยฐาน และมีความเบ้บวก แสดงว่าข้อมูลมีการแจกแจงแบบเบ้ขวา ซึ่งไม่เป็นตามเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยพหุคูณ อย่างไรก็ตามเงื่อนไขของความคลาดเคลื่อนที่มีการแจกแจงแบบปกตินั้นมีความจำเป็นสำหรับตัวอย่างขนาดเล็ก (น้อยกว่า 100 ตัวอย่าง) แต่หากจำนวนตัวอย่างมีขนาดใหญ่ (มากกว่า 100 ตัวอย่าง) สามารถผ่อนปรนเงื่อนไขข้อนี้ได้ (Gujarati, 2004)

ราคาหลักทรัพย์ต่อหุ้น มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 14.66 บาท โดยที่มีค่าสูงสุดของข้อมูลที่รวบรวมได้เท่ากับ 240.27 บาท ค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.18 บาท ส่วนราคาตามบัญชีต่อหุ้น มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 9.55 บาท โดยที่มีค่าสูงสุดของข้อมูลที่รวบรวมได้เท่ากับ 197.21 บาท ค่าต่ำสุดเท่ากับ -1.20 บาท

กำไรจากการดำเนินงานต่อหุ้น มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 1.02 บาท โดยที่มีค่าสูงสุดของข้อมูลที่รวบรวมได้เท่ากับ 21.87 บาท ค่าต่ำสุดเท่ากับ -7.02 บาท และ กำไรสุทธิต่อหุ้น มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.75 บาท โดยที่มีค่าสูงสุดของข้อมูลที่รวบรวมได้เท่ากับ 19.71 บาท ค่าต่ำสุดเท่ากับ -7.80 บาท

กระแสเงินสดจากเงินปันผลต่อหุ้น มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.43 บาท โดยที่มีค่าสูงสุดของข้อมูลที่รวบรวมได้เท่ากับ 15.86 บาท สำหรับกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหุ้น มีค่าเฉลี่ย

อยู่ที่ 1.20 บาท โดยที่มีค่าสูงสุดของข้อมูลที่รวบรวมได้เท่ากับ 33.13 บาท ค่าต่ำสุดเท่ากับ -41.21 บาท ในขณะที่ สินทรัพย์รวม มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 17,464,617,279 บาท โดยที่มีค่าสูงสุดเท่ากับ 628,121,291,521 บาท และค่าต่ำสุด เท่ากับ 190,899,702 บาท

การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ และ VIF ของตัวแปร

ผู้วิจัยได้ทำการหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามและตัวแปรอิสระแต่ละตัวว่า มีความสัมพันธ์มากหรือน้อยเพียงใด และมีความสัมพันธ์ในทิศทางใด และเพื่อตรวจสอบว่า ตัวแปรอิสระทุกตัวที่นำมาศึกษา มีความสัมพันธ์กันเองในระดับสูงหรือไม่ เพื่อเป็นการป้องกัน ปัญหา Multicollinearity ซึ่งแสดงดังนี้

ตารางที่ 2 แสดงผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร และ VIF

	PRICE	BV	EBIT	NI	CFD	CFO	SIZE	VIF
PRICE	1	0.586**	0.598**	0.568**	0.577**	0.488**	0.244**	-
BV		1	0.787**	0.761**	0.684**	0.603**	0.137**	1.019
EBIT			1	0.985**	0.711**	0.755**	0.198**	2.681
NI				1	0.698**	0.725**	0.145**	2.383
CFD					1	0.438**	0.129**	1.882
CFO						1	0.196**	1.603
SIZE							1	-

**Correlation is significant at the 0.01 level

โดยที่ BV (Book Value) คือ ราคาตามบัญชี, EBIT (Operating Income) คือ กำไรจากการดำเนินงาน, NI (Net Income) คือ กำไรสุทธิ, CFD (Cash Flow from Dividend) คือ กระแสเงินสดจากเงินปันผล, CFO (Cash Flow from Operations) คือ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน, SIZE (Total Assets) คือ ขนาดของกิจการวัดจากสินทรัพย์รวม, PRICE (Stock Price) คือ ราคาหลักทรัพย์

จากตารางที่ 2 พบว่า ความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระทุกตัวมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับตัวแปรตาม คือราคาหลักทรัพย์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ $p < 0.01$ นั่นคือ ราคาตามบัญชี ($r = 0.586$) กำไรจากการดำเนินงาน ($r = 0.598$) กำไรสุทธิ ($r = 0.568$) กระแสเงินสดจากเงินปันผล ($r = 0.577$) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ($r = 0.488$) สินทรัพย์รวม ($r = 0.244$)

เพื่อป้องกันการเกิดปัญหา Multicollinearity หรือปัญหาความสัมพันธ์กันเองของตัวแปรอิสระที่มากเกินไป ผู้วิจัยได้ทำการตรวจสอบโดยใช้ค่า Variance Inflation Factor (VIF) พบว่า ค่า VIF มีค่าอยู่ระหว่าง 1.019 - 2.681 ซึ่งไม่เกินกว่า 10 แสดงว่าตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันในระดับที่ไม่ก่อให้เกิดปัญหา Multicollinearity (Black, 2010)

การทดสอบสมมติฐานการวิจัยด้วยสถิติการถดถอยพหุคูณ

ผลการทดสอบสมมติฐาน จากการสร้างสมการการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ โดยกำหนดให้ตัวแปรขนาดกิจการ (SIZE) เป็นตัวแปรควบคุมของทุกสมการ ผลแสดงดังตารางที่ 3 ดังนี้

ตารางที่ 3 ผลการทดสอบตัวแบบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตาม

		Unstandardized		Standardized			
		Coefficients		Coefficients			
ตัวแปร	B	Std. Error	β	t	P-Value		
สมการที่ 1 เพื่อทดสอบสมมติฐานที่ 1							
H ₁	Constant	1.370	0.031		44.228	0.000**	
	BV	0.037	0.001	0.563	27.401	0.000**	
	SIZE	0.004	0.001	0.167	8.142	0.000**	
F = 447.506		P = 0.000		R ² = 0.371		AdjR ² = 0.370	
สมการที่ 2 เพื่อทดสอบสมมติฐานที่ 2							
H ₂	Constant	1.350	0.030		44.937	0.000**	
	BV	0.021	0.002	0.310	9.719	0.000**	
	EBIT	0.190	0.019	0.327	10.121	0.000**	
	SIZE	0.004	0.001	0.137	6.826	0.000**	
F = 352.430		P = 0.000		R ² = 0.411		AdjR ² = 0.410	
สมการที่ 3 เพื่อทดสอบสมมติฐานที่ 3							
H ₃	Constant	1.364	0.030		45.180	0.000**	
	BV	0.024	0.002	0.355	11.604	0.000**	
	NI	0.191	0.021	0.276	8.999	0.000**	
	SIZE	0.004	0.001	0.156	7.765	0.000**	
F = 341.059		P = 0.000		R ² = 0.403		AdjR ² = 0.402	

ตารางที่ 3 ผลการทดสอบตัวแบบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตาม (ต่อ)

		Unstandardized		Standardized		
		Coefficients		Coefficients		
	สมการ	B	Std. Error	β	t	P-Value
สมการที่ 4 เพื่อทดสอบสมมติฐานที่ 4						
H ₄	Constant	1.317	0.030		44.002	0.000**
	BV	0.023	0.002	0.346	12.934	0.000**
	CFD	0.451	0.038	0.321	12.006	0.000**
	SIZE	0.004	0.001	0.156	7.911	0.000**
F = 374.538 P = 0.000 R ² = 0.426 AdjR ² = 0.425						
สมการที่ 5 เพื่อทดสอบสมมติฐานที่ 5						
	Constant	1.357	0.031		44.486	0.000**
H ₅	BV	0.030	0.002	0.455	18.121	0.000**
	CFO	0.076	0.010	0.185	7.295	0.000**
	SIZE	0.004	0.001	0.146	7.149	0.000**
F = 326.344 P = 0.000 R ² = 0.392 AdjR ² = 0.391						

** p < 0.01, * p < 0.05

จากตารางที่ 3 สมการที่ 1 พบว่าราคาตามบัญชี มีผลกระทบเชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($\beta = 0.563, p < 0.01$) ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐานที่ 1

จากสมการที่ 2 พบว่าราคาตามบัญชี ($\beta = 0.310, p < 0.01$) และกำไรจากการดำเนินงาน ($\beta = 0.327, p < 0.01$) มีผลกระทบเชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐานที่ 2

จากสมการที่ 3 พบว่าราคาตามบัญชี ($\beta = 0.355, p < 0.01$) และกำไรสุทธิ ($\beta = 0.276, p < 0.01$) มีผลกระทบเชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐานที่ 3

จากสมการที่ 4 พบว่าราคาตามบัญชี ($\beta = 0.346, p < 0.01$) และกระแสเงินสดจากเงินปันผล ($\beta = 0.321, p < 0.01$) มีผลกระทบเชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้น จึงยอมรับสมมติฐานที่ 4

จากสมการที่ 5 พบว่าราคาตามบัญชี ($\beta = 0.455, p < 0.01$) และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ($\beta = 0.185, p < 0.01$) มีผลกระทบเชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้น จึงยอมรับสมมติฐานที่ 5

จากตารางที่ 3 สมการที่สามารถพยากรณ์ราคาหลักทรัพย์ได้ดีที่สุดคือ สมการที่ 4 โดยมีค่า AdjR2 เท่ากับ 0.425 หรือร้อยละ 42.50 และตัวแปรอิสระที่พยากรณ์ราคาหลักทรัพย์ได้ดีที่สุดโดยไม่มีปัจจัยอื่นมารวมพิจารณาด้วย คือ ราคาตามบัญชี (BV) โดยมีค่า β เท่ากับ 0.563 แต่เมื่อนำปัจจัยอื่นเข้ามาพิจารณาด้วย ตัวแปรอิสระที่พยากรณ์ราคาหลักทรัพย์ได้ดีที่สุด คือ กำไรจากการดำเนินงาน (EBIT) ดังสมการที่ 2 ($\beta = 0.327, p < 0.01$)

อภิปรายผลการวิจัย

จากผลการศึกษา พบว่าผู้วิจัยยอมรับตามสมมติฐานทุกข้อ ผลที่ได้แสดงว่า

1. ราคาตามบัญชีมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ สอดคล้องกับการวัดมูลค่าหุ้นหรือราคาหลักทรัพย์จากส่วนของผู้ถือหุ้นตามทฤษฎีความเป็นหน่วยงาน (The Entity Theory) นั้นแสดงว่าการที่ราคาตามบัญชีเพิ่มขึ้นหรือลดลงนั้น ก็จะส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพิ่มขึ้นหรือลดลงด้วยเช่นกัน ผลการวิเคราะห์ดังกล่าวสอดคล้องกับการศึกษาของ Suttitluck (2015); Danaikarn (2010) และ Prapaporn (2008) ที่พบความสัมพันธ์ของมูลค่าราคาตามบัญชีกับมูลค่าราคาตลาดของหลักทรัพย์

2. กำไรจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ แสดงว่ากำไรจากการดำเนินงานเป็นสาเหตุหนึ่งที่กระทบกับส่วนทุนของผู้เป็นเจ้าของ เช่น หากบริษัทมีกำไรจากการดำเนินงานที่มาก หมายถึงกำไรส่วนที่เหลือจากต้นทุนที่จำเป็นในการดำเนินงาน และบริษัทสามารถจัดการกับค่าใช้จ่ายอื่นที่จำเป็นได้ จะทำให้บริษัทมีกำไรที่สามารถทำให้ส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มได้ ซึ่งสามารถสะท้อนไปสู่ราคาหลักทรัพย์ได้ ดังนั้นการที่กำไรจากการดำเนินงานเพิ่มขึ้นหรือลดลงนั้น ก็จะส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพิ่มขึ้นหรือลดลงเช่นกัน สอดคล้องกับงานวิจัยของ Watson & Wells (2005) ที่พบว่าตัววัดผลการดำเนินงานด้านกำไรจะสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์

3. กำไรสุทธิมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ สาเหตุเกิดจากกำไรสุทธิของบริษัทจะเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้นักลงทุนตัดสินใจลงทุน อาจเพราะกำไรสุทธิที่สูงจะแสดงถึงความสามารถในการทำกำไรของบริษัทสำหรับนักลงทุนระยะสั้น และความสามารถในการสร้างมูลค่าของกิจการสำหรับนักลงทุนระยะยาว ดังนั้นกำไรสุทธิที่เพิ่มขึ้นหรือลดลงนั้น ก็จะส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพิ่มขึ้นหรือลดลงเช่นกัน

ผลการวิเคราะห์ดังกล่าวสอดคล้องกับงานวิจัยของ Krittaphong & Kanokon (2015) และ Jeera (2014) ซึ่งศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลองค์ประกอบกำไรและราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า กำไรขาดทุนสุทธิ มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

4. กระแสเงินสดจากเงินปันผล มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ แสดงว่า กระแสเงินสดจากเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นหรือลดลงนั้น จะแสดงให้เห็นถึงผลตอบแทนที่เป็นตัวเงินที่ผู้ลงทุนจะได้รับจากการลงทุนในบริษัท หากผู้ลงทุนต้องการเงินสดจากการลงทุนจำนวนมาก ก็จะเลือกลงทุนในหลักทรัพย์นั้น ดังนั้นกระแสเงินสดจากเงินปันผล ก็จะส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพิ่มขึ้นหรือลดลงเช่นกัน ผลการวิเคราะห์ดังกล่าวสอดคล้องกับงานวิจัยของ Dasilas (2009) ศึกษาเรื่องการตอบสนองของตลาดหลักทรัพย์อันเนื่องมาจากการประกาศจ่ายเงินปันผลใน Athens Stock Exchange (ASE) ประเทศกรีซ โดยใช้ข้อมูลในช่วงปี 2000 - 2004 พบว่า การจ่ายเงินปันผลมีผลกระทบกับทั้งราคาหลักทรัพย์และปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ และงานวิจัยของ Kankanok & Thanida (2017) ที่พบว่า ผลตอบแทนเงินปันผลมีความสัมพันธ์ในทางบวกต่อราคาตลาดของหุ้นสามัญอย่างมีนัยสำคัญ

5. กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน พบว่า มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ สาเหตุเนื่องจากหากกิจการที่มีกำไรหรือขาดทุนจากการดำเนินงานหลักมาก และหากกิจการเหล่านี้มีความสามารถในการสร้างส่วนเพิ่มของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมากกว่าความสามารถในการสร้างส่วนเพิ่มของรายการคงค้าง ผู้ลงทุนจะสามารถได้รับผลตอบแทนในรูปของเงินสดได้มากกว่า ดังนั้นกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานที่เพิ่มขึ้นหรือลดลงนั้น ก็จะส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพิ่มขึ้นหรือลดลงเช่นกัน ผลการวิเคราะห์ดังกล่าวสอดคล้องกับงานวิจัยของ Thanaphat (2015) ที่ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน และผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ แสดงให้เห็นว่าเมื่อกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีจำนวนเพิ่มสูงขึ้น ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ก็จะเพิ่มขึ้นตามไปด้วยซึ่งผลตอบแทนที่สูงจะสามารถสะท้อนไปสู่ราคาหลักทรัพย์ที่สูงขึ้นตามไปด้วย และการศึกษาของ Weerawan et al. (2018) ศึกษาอิทธิพลของกระแสเงินสดต่อความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ พบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน มีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

นั่นคือถ้ามูลค่าของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานเพิ่มขึ้น จะทำให้มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ เพิ่มขึ้น

6. ผู้วิจัยทำการวิเคราะห์เปรียบเทียบแต่ละสมการ พบว่าสมการที่สามารถพยากรณ์ราคาหลักทรัพย์ได้ดีที่สุดคือ สมการที่ 4 ซึ่งเป็นสมการที่นำปัจจัยกระแสเงินสดจากเงินปันผลเข้ามาร่วมพิจารณาด้วยกับราคาตามบัญชี แต่เมื่อพิจารณาแยกตามตัวแปรอิสระที่พยากรณ์ราคาหลักทรัพย์ได้ดีที่สุดเมื่อเข้ามาร่วมพิจารณาด้วยกับราคาตามบัญชี คือ กำไรจากการดำเนินงาน (EBIT) อาจเนื่องจากผู้ลงทุนมักให้ความสำคัญกับกำไรที่เกิดจากการดำเนินงานหลักของกิจการมากกว่าปัจจัยอื่น ดังนั้นกำไรจากการดำเนินงานจึงมีความสำคัญมากที่สุด ซึ่งกำไรดังกล่าวสามารถสะท้อนไปสู่ความสามารถในการจ่ายเงินปันผลของกิจการได้ด้วย

ข้อเสนอแนะ

1. จากผลการวิจัย ปัจจัยที่สะท้อนไปสู่ราคาหลักทรัพย์มากที่สุดได้แก่ราคาตามบัญชีของสินทรัพย์ แต่เมื่อพิจารณาร่วมกับปัจจัยด้านราคาตามบัญชีของสินทรัพย์ของกิจการพบว่า ปัจจัยด้านกำไรจากการดำเนินงานมีผลต่อราคาหลักทรัพย์มากกว่าปัจจัยอื่น ดังนั้น บริษัทควรใส่ใจกับข้อมูลที่แสดงในงบแสดงฐานะการเงิน คือราคาตามบัญชี และข้อมูลในงบกำไรขาดทุน นั่นคือ กำไรจากการดำเนินงานให้มาก เนื่องจากเป็นกำไรที่เกิดจากการดำเนินงานหลักของกิจการก่อนหักค่าใช้จ่ายทางการเงิน

2. การศึกษาในครั้งต่อไป ควรศึกษาแยกกลุ่มอุตสาหกรรมเพื่อศึกษาเปรียบเทียบปัจจัยที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยว่าแตกต่างกันหรือไม่ เพื่อให้ได้ข้อมูลเชิงลึกสำหรับผู้บริหารบริษัทจะได้ทราบและให้ความสนใจในปัจจัยที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์

3. การศึกษาในครั้งต่อไป อาจศึกษาจากกลุ่มตัวอย่างอื่น เช่น ศึกษากับบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ MAI

เอกสารอ้างอิง

Apostolos. (2009). Stock market reaction to dividend announcements: Evidence for the Greek Stock Market. *International Review of Economics & Finance*, 20(4), 302-311.

Arom, R. (2010). *Security analysis and security group management*. Pathum Thani: Bangkok University Printing. (In Thai)

- Black, K. (2010). **Business statistics for contemporary decision making**. 6th ed. Hoboken, N.J.: Wiley.
- Danaikarn, I. (2010). **Study of factors affecting security price in MAI Stock Exchange**. Bangkok: University of the Thai Chamber of Commerce. (In Thai)
- Fama, E.F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. **Journal of Finance**, 25(2), 383-417.
- Gregory, A. (1992). **Valuing companies: analyzing business worth**. New York: Woodhead-Faulkner.
- Gujarati, D.N. (2004). **Basic econometrics**. 4th ed. New York: McGraw Hill.
- Jeera, J. (2014). **The relationship between cash flow and net profit on prices and stock returns case study of financial group listed in the Stock Exchange of Thailand**. Bangkok: Sripatum University. (In Thai)
- Jody, W. & Peter, W. (2005). **The association between various earnings and cash flow measures of firm performance and stock returns: some Australian evidence**. Sydney: School of Accounting, University of Technology Sydney.
- Kankanok, C. & Thanida, J. (2017). **Study of dividend policy affecting share price of listed companies in Stock Exchange of Thailand**. Bangkok: Dhurakij Pundit University. (In Thai)
- Krittaphong, W. & Kanokon, K. (2015). The relationship between earnings component information and stock price of listed firms in the Stock Exchange of Thailand. **Parichat Journal**, 28(3), 230 - 248. (In Thai)
- Phatteera, J. (2017). Relationship book value, earning and dividends of listed companies on the Stock Exchange of Thailand's SET 100. **Thonburi University's Academic Journal**, 11(25), 99 - 106. (In Thai)
- Prapaporn, S. (2008). **An analysis of the relationship between financial factors and stocks returns in the market alternative investment**. Nonthaburi: Sukhothai Thammathirat University. (In Thai)
- Spence, M. (1973). **Job market signaling**. The quarterly journal of Economics and Management Science, 87(3), 3-21.

- Supot, W., Chaiwuth, T. & Maleemas, S. (2017). Stock price reaction to dividend announcements: A study on dividend changes and dividend surprises. **Graduate Research Journal**, 8(2), 199-212. (In Thai)
- Stock Exchange of Thailand. (2007). **Registered company information disclosure**. Retrieved October 10, 2018. from <https://www.set.or.th/set/notification.do?idLv1=1&idLv2=11&language=th&country=TH> (In Thai)
- Suppawat, W., Piruna, B. & Wetang, P. (2012). Tests of market efficiency in the Stock Exchange of Thailand in the perspective of US monetary policy announcements. **Suthiparithat Journal**, 26(79), 109 - 130. (In Thai)
- Suttiluck, W. (2015). **Value relevance of book value and net income of listed companies in the Stock Exchange of Thailand**. Chiang Mai: Chiang Mai University. (In Thai)
- Thanaphat, P. (2015). **The relationship between cash flow and stock returns of companies listed in the Stock Exchange of Thailand**. Bangkok: Thammasat University. (In Thai)
- Weerawan, S. et al. (2018). An influence of cash flow on profitability and market price: A study of market for alternative investment (MAI). **Princess of Naradhiwas University Journal of Humanities and Social Sciences**, 5(2), 111-120. (In Thai)
- Wichawadee, R. (2016). Value relevance of economic profits and accounting earnings on stock returns. **Eastern Asia University's Academic Journal**, 6(1), 360-372. (In Thai)