

## อิทธิพลของการจัดหากระแสเงินสดต่อความสามารถในการทำกำไร ในตลาดทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

### The Influence of Financing on Profitability of Company on The Stock Exchange of Thailand

ปิยาภิศักดิ์ เจียรสุคนธ์\*  
Piyaphisak Jearasukon\*

#### บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์ 1) วิเคราะห์ความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมเงิน กระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้น และความสามารถในการทำกำไรในตลาดทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 2) วิเคราะห์อิทธิพลของกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมเงิน และกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นที่มีต่อความสามารถในการทำกำไรในตลาดทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยทำการเก็บรวบรวมข้อมูลจากงบการเงินประจำปี 2556 ถึง 2562 ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 722 บริษัท สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล ได้แก่ การวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน และการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณเส้นตรง ผลการวิจัยพบว่า 1) กระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นมีอิทธิพลเชิงบวกกับความสามารถในการทำกำไรในตลาดทุน 2) กระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมเงินมีอิทธิพลเชิงบวกกับกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้น 3) ความสามารถในการทำกำไรในตลาดทุนได้รับอิทธิพลรวมสูงสุดจากกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้น ค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางเท่ากับ .929 4) ความคาดหวังต่อการลงทุนในตลาดทุน ได้รับอิทธิพลทางอ้อมที่ส่งผ่านตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางเท่ากับ .308  
คำสำคัญ: กระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมเงิน/ กระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้น/ความสามารถในการทำกำไร

#### Abstract

This research analyzes 1) the relationship of debt financing, capital increase financing and profitability with the stock exchange of Thailand, and 2) the influence of debt financing and capital increase financing towards profitability of the stock exchange of Thailand. The data collection was carried out from 722 listed companies in the Stock Exchange of Thailand (SET) by utilizing data on financial reports from 2013 to 2019. The data analysis was done by inferential statistics include the person product moment correlation coefficient and multiple linear regression analysis. This research found that: 1) the capital increase financing had positive profitability with the stock exchange of Thailand 2) debt financing had positive profitability towards the stock exchange of Thailand 3) profitability of stock exchange of Thailand had positive influence on capital increase financing with the path coefficient values of 0.929 and 4) profitability of the stock exchange of Thailand indirectly affects cash flows of stock with the coefficient values of 0.308

**Keywords:** Financing/ Capital Increase Financing/ Profitability

---

อาจารย์ ดร. สาขาวิชาการบัญชี สถาบันนวัตกรรมธุรกิจและการบัญชี มหาวิทยาลัยนครพนม

Lecturer, Ph.D., Department of Accounting, Institute for Business and Accounting Innovation,  
Nakhon Phanom University

Corresponding author: Rsu\_18@hotmail.com

Received : 26 กุมภาพันธ์ 2563 / Revised : 17 เมษายน 2563 / Accepted : 23 เมษายน 2563

## 1. บทนำ

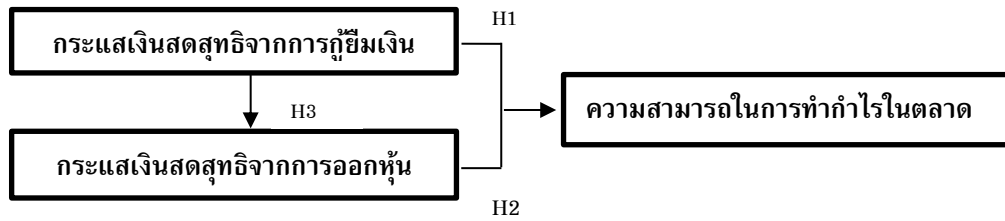
กระแสเงินสด (Cash Flows) เป็นปัจจัยสำคัญต่อการดำเนินธุรกิจ หากเปรียบเทียบ “กระแสเงินสด” คงไม่แตกต่างจาก “น้ำ” ที่คอยหล่อเลี้ยงร่างกายให้ร่างกายรู้สึกสดชื่น ช่วยให้อวัยวะต่าง ๆ ของร่างกายทำงานได้อย่างเต็มประสิทธิภาพ เช่นเดียวกันกับการดำเนินธุรกิจที่มีความจำเป็นต้องอาศัยกระแสเงินสดเป็นเงินทุนหมุนเวียนภายในธุรกิจให้เกิดสภาพคล่องสูงและมีประสิทธิภาพ ซึ่ง กระแสเงินสด จะแสดงให้เห็นถึงแหล่งที่มาและแหล่งใช้ไปของกระแสเงินสดนั้น ๆ โดยประเภทของกระแสเงินสด ประกอบด้วย 3 องค์ประกอบด้วยกัน ดังนี้ 1) กระแสเงินสดที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงาน (Cash Flows of Operating) 2) กระแสเงินสดที่เกี่ยวข้องกับการลงทุน (Cash Flows of Investing) และ 3) กระแสเงินสดที่เกี่ยวข้องกับการจัดหาเงิน (Cash Flows of Financing) [1]

จากประเด็นดังกล่าวข้างต้น ผู้บริหารส่วนใหญ่รวมไปถึงนักลงทุนต่างมุ่งไปที่กระแสเงินสดจากการดำเนินงานปกติของกิจการในอันดับต้น ๆ เนื่องจาก เป็นกระแสเงินสดที่เกิดจากรายได้หลักของกิจการที่แสดงให้เห็นถึงความสามารถและประสิทธิภาพในการบริหารกิจการให้เกิดรายได้ แต่ในปัจจุบันมีกิจการบางแห่งประสบกับปัญหาสภาพคล่องทางธุรกิจ ทั้ง ๆ ที่มีผลประกอบการกำไร แต่อย่างไรก็ตาม การที่กิจการจะประสบความสำเร็จจะต้องมีสภาพคล่องในการดำเนินงานทั้งจากภายในและภายนอก เพื่อประโยชน์ต่อการขยายกิจการลงทุนในกิจการ ปรับปรุงแผนกิจการต่อ ยอดให้มีความเจริญเติบโตมั่นคง และสร้างความเชื่อมั่นแก่ผู้ลงทุน [2]

ดังนั้น การตัดสินใจเกี่ยวกับการจัดหาเงินจะต้องอยู่กับปัจจัยด้านขนาดของกิจการ โครงสร้างผู้ถือหุ้น และผลการดำเนินงานในรอบระยะเวลาที่ผ่านมาของกิจการ ซึ่งกระแสเงินสดอาจเกิดขึ้นจากแหล่งภายในหรือแหล่งภายนอก ขึ้นอยู่กับข้อพิจารณา หากกระแสเงินสดที่ได้รับจากภายนอก ผู้บริหารต้องพิจารณาว่าเป็นกระแสเงินสดจากการกู้ยืมหรือการออกหุ้นสามัญ ตามที่ จินตนา โลหิตหาญ กล่าวว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมการจัดหาและกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับผลการดำเนินงานในอนาคต [1] และ คิม และโคส การศึกษาความสามารถของกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นทุนในการพยากรณ์กำไรสุทธิในอนาคต พบว่า กระแสเงิน

สดสุทธิจากการออกหุ้นทุนแสดงให้เห็นถึงความแม่นยำในการพยากรณ์ในอนาคตมากขึ้น [2] นอกจากนี้ บาสซาวล์ และคณะ กล่าวว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์เป็นไปในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคต [3] เช่นเดียวกับ โคเซน และ ลีส ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกิจกรรมจัดหาเงินกับผลการดำเนินงานและผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต [4] โดยใช้ตัวชี้วัด ของบาสซาวล์ พบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์และผลการดำเนินงาน ในอนาคต [3] ซึ่งสอดคล้องกับ จิราพัชร นิ่มนวล พบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคต [5]

จากเหตุผลที่กล่าวมาข้างต้น จึงนำมาสู่คำถามของงานวิจัยที่ว่า การจัดหากระแสเงินสดจากการกู้ยืมเงินและกระแสเงินสดจากการออกหุ้นมีอิทธิพลต่อความสามารถในการทำกำไรในตลาดทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หรือไม่ เพื่อนำมาวิเคราะห์และสร้างสมการพยากรณ์ความสัมพันธ์ของตัวแปรตามสมมติฐานกับข้อมูลเชิงประจักษ์ ซึ่งการวิเคราะห์และสร้างสมการพยากรณ์ของตัวแปรอิสระจะทำทราบได้ว่าปัจจัยระหว่างการจัดหากระแสเงินสดจากการกู้ยืมเงินและกระแสเงินสดจากการออกหุ้นใดที่มีผลเชิงบวกกับความสามารถในการทำกำไรในตลาดทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มากที่สุด และสามารถพยากรณ์ตัวแปรความสามารถในการทำกำไรในตลาดทุนได้ร้อยละเท่าใด ซึ่งผลการวิเคราะห์และการสร้างสมการพยากรณ์นี้จะนำไปสู่ข้อมูลพื้นฐานในการกำหนดแนวทางการบริหารทิศทางของกระแสเงินสด โดยเฉพาะอย่างยิ่งบริษัท จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ นับเป็นตลาดการลงทุนขนาดใหญ่และเป็นแรงขับเคลื่อนต่อการพัฒนาระบบเศรษฐกิจของประเทศให้มีศักยภาพในการแข่งขันได้อย่างยั่งยืน จึงทำให้ผู้วิจัยศึกษาวิจัยเรื่อง “อิทธิพลของการจัดหากระแสเงินสดต่อความสามารถในการทำกำไรในตลาดทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย” โดยมีกรอบแนวคิดการวิจัยปรากฏตามภาพที่ 1 ดังนี้



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดการวิจัย

จากกรอบแนวคิดการวิจัยข้างต้น จึงนำมาสู่การกำหนดวัตถุประสงค์ 4 ประการดังนี้

1. วิเคราะห์เปรียบเทียบความแตกต่างของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีประเภทธุรกิจแตกต่างกันมีอิทธิพลต่อกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมเงิน กระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้น ความสามารถในการทำกำไรในตลาดหุ้น
2. ทดสอบอิทธิพลของกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมเงินที่มีต่อความสามารถในการทำกำไรในตลาดหุ้นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
3. วิเคราะห์อิทธิพลของกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นที่มีต่อความสามารถในการทำกำไรในตลาดหุ้นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
4. ทดสอบอิทธิพลของกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมเงินที่มีต่อกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

**สมมติฐาน**  
สมมติฐานที่ 1 บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีประเภทธุรกิจแตกต่างกันมีอิทธิพลต่อกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมเงิน กระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้น ความสามารถในการทำกำไรในตลาดหุ้น

สมมติฐานที่ 2 กระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมเงินมีอิทธิพลต่อความสามารถในการทำกำไรในตลาดหุ้นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานที่ 3 กระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นมีอิทธิพลต่อความสามารถในการทำกำไรในตลาดหุ้นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานที่ 4 กระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมเงินมีอิทธิพลต่อกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

## 2. วัตถุประสงค์และวิธีการ

การวิจัยนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ โดยมีวิธีการวิจัย ดังนี้

### ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ในการวิจัย คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่มีรอบระยะเวลาบัญชีสิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2563 จำนวน 793 บริษัท [6] ทั้งนี้ กลุ่มตัวอย่างภายหลังจากการตัดธุรกิจการเงินออกแล้วมีจำนวนเท่ากับ 722 ตัวอย่าง

### การเก็บรวบรวมข้อมูล

ผู้วิจัยดำเนินการเก็บรวบรวมข้อมูลจากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ที่รวบรวมจากรายงานประจำปีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ข้อมูลจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) เว็บไซต์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และระบบฐานข้อมูลอิเล็กทรอนิกส์ข้อมูลงบการเงินและข้อมูลอื่น ๆ ที่เก็บรวบรวมไว้อยู่ในระบบเผยแพร่ข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET SMART) คือ งบการเงิน ในช่วงเวลา พ.ศ. 2556 ถึง พ.ศ. 2562 [6] ซึ่งข้อมูลของตัวแปร ประกอบด้วย

1. ตัวแปรอิสระ (Independent Variable) ประกอบด้วยตัวแปร

1.1 กระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมเงิน (DEBT) เป็นกระแสเงินสดสุทธิที่ได้มาจากกิจกรรมจัดหาเงินที่มีภาระผูกพันต้องจ่ายชำระตามระยะเวลาที่กำหนดปรากฏในงบกระแสเงินสด และ

1.2 กระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมเงิน (EQUITY) คิดจากกิจกรรมที่มีผลให้เกิดการ

เปลี่ยนแปลงในการกู้ยืม ทั้งสองตัวแปรสามารถหาได้จากงบกระแสเงินสด

2. ตัวแปรตาม (Dependent Variable) คือความสามารถในการทำกำไรในตลาดทุนบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยใช้การวัดตัวแปรจากความสามารถในการทำกำไรในขนาด (ROE) เนื่องจาก เป็นตัวแปรที่สามารถสะท้อนและตอบสนองต่อความต้องการของนักลงทุนได้อย่างมากที่สุด ซึ่งได้มาจากการคำนวณกำไรสุทธิหารรวมส่วนของผู้ถือหุ้นคุณหนึ่งร้อย

$$\text{อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น(ROE)} = \frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{รวมส่วนของผู้ถือหุ้น}}$$

#### แบบจำลองความสัมพันธ์

การทดสอบอิทธิพลของการจัดหากระแสเงินสดต่อความสามารถในการทำกำไรในตลาดทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีรูปแบบสมการ ดังนี้

$$ROE = \beta_0 + \beta_1 (DEBT) + \beta_2 (EQUITY) + \varepsilon \quad (1)$$

$$EQUITY = \beta_0 + \beta_1 (DEBT) + \varepsilon \quad (2)$$

กำหนดให้

DEBT คือ กระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมเงิน  
EQUITY คือ กระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้น  
ROE คือ ความสามารถในการทำกำไรในตลาดทุน  
 $\varepsilon$  คือ ค่าความคลาดเคลื่อน  
 $\beta$  คือ ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย

การศึกษานี้จะใช้การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ โดยใช้ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson Correlation) เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์กันเองของตัวแปรอิสระ รวมถึงการตรวจสอบตัวแปรอิสระทั้งหมดไม่ให้ความสัมพันธ์ซึ่งกันและกันที่จะทำ

ให้เกิด Multicollinearity ในขณะที่สมการการถดถอยพหุคูณเส้นตรง (Multiple Linear Regression : MLR) จะใช้ทดสอบอิทธิพลของการจัดหากระแสเงินสดต่อความสามารถในการทำกำไรในตลาดทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

### 3. ผลการวิจัยและการอภิปรายผล

#### ส่วนที่ 1 การทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยของกลุ่มตัวอย่าง 2 กลุ่ม

จากตาราง 1 พบว่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยประเภทธุรกิจ SET มีความสามารถในการทำกำไรในตลาดทุน (ROE) และกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้น (EQUITY) มากกว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยประเภทธุรกิจ MAI อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ในขณะที่ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยประเภทธุรกิจ MAI มีกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมเงิน (DEBT) มากกว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยประเภทธุรกิจ SET อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

#### ส่วนที่ 2 การวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

จากตารางที่ 2 พบว่าตัวแปรแต่ละด้านประกอบด้วยความสามารถในการทำกำไรในตลาดทุน (ROE) กระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมเงิน (DEBT) และกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้น (EQUITY) มีความสัมพันธ์กันซึ่งอาจเกิดเป็นปัญหา Multicollinearity ดังนั้น ผู้วิจัยจึงทำการทดสอบโดยใช้ค่า Variance Inflation Factor (VIF) ปรากฏว่า ค่า VIF ของตัวแปรทั้ง 3 ตัวแปรมีค่าเท่ากับ 1.107 ซึ่งมีค่าน้อยกว่า 10 แสดงว่าตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันในระดับที่ไม่ทำให้เกิดปัญหา Multicollinearity [7] จึงสามารถนำไปวิเคราะห์ข้อมูลต่อไป

ตารางที่ 1 การเปรียบเทียบประเภทธุรกิจบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่แตกต่างกัน (T-test)

Variables	BUSINESS TYPE				t	p-value
	MAI		SET			
	$\bar{X}$	S.D.	$\bar{X}$	S.D.		
ROE	4.07	2.558	8.63	10.573	-5.589	.000**
DEBT	12.09	4.478	5.35	5.269	15.972	.000**
EQUITY	11.20	20.299	15.54	5.513	-4.150	.000**

\* Correlation is significant at the .05 / \*\* Correlation is significant at the .01

ตารางที่ 2 การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

Variables	ROE	DEBT	EQUITY	VIF
ROE	1.000	.224**	.904**	
DEBT	.007	1.000	.311**	1.107
EQUITY	.000	.000	1.000	1.107

\* Correlation is significant at the .05 / \*\* Correlation is significant at the .01

ตารางที่ 3 การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณเส้นตรง

Variables	ROE (1)			
	B	Std. Error	t	p-value
Constants	-.031	.125	-.247	.805
DEBT	-.005	.003	-1.685	.094
EQUITY	1.016	.041	24.584	.000**

F 321.861 P .000 Adj R<sup>2</sup> .820

\* Correlation is significant at the .05 / \*\* Correlation is significant at the .01

ตารางที่ 4 การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณเส้นตรง

Variables	EQUITY (2)			
	B	Std. Error	t	p-value
Constants	2.917	.065	45.185	.000
DEBT	.022	.006	3.899	.000**

F 15.205 P .000 Adj R<sup>2</sup> .090

\* Correlation is significant at the .05 / \*\* Correlation is significant at the .01

### ส่วนที่ 3 การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณเส้นตรง

จากตารางที่ 3 พบว่า กระแสเงินสดจากการออกหุ้น(EQUITY) มีอิทธิพลเชิงบวกต่อความสามารถในการทำกำไรในตลาดหุ้น (ROE) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 ค่าพยากรณ์เท่ากับร้อยละ 82.0 จึงยอมรับสมมติฐานที่ 2 ซึ่งเขียนเป็นสมการพยากรณ์ดังนี้

$$ROE = \beta_0(.031) + \beta_1(EQUITY)(1.016) + \epsilon \quad (1)$$

จากตารางที่ 4 พบว่า กระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมเงิน (DEBT) มีอิทธิพล เชิงบวกต่อกระแสเงินสดจากการออกหุ้น (EQUITY) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 ค่าพยากรณ์เท่ากับร้อยละ 9.0 จึงยอมรับสมมติฐานที่ 3 ซึ่งเขียนเป็นสมการพยากรณ์ดังนี้

$$EQUITY = \beta_0(2.917) + \beta_1(DEBT)(.022) + \epsilon \quad (2)$$

### อภิปรายผล

จากการวิเคราะห์อิทธิพลของการจัดหากระแสเงินสดต่อความสามารถในการทำกำไรในตลาดหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยสามารถสรุปผลการวิจัยตามวัตถุประสงค์ของการวิจัย ดังนี้

วัตถุประสงค์ที่ 1 ผลการวิจัยพบว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประเภทธุรกิจ SET มีความสามารถในการทำกำไรในตลาดหุ้น (ROE) และกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้น (EQUITY) มากกว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยประเภทธุรกิจ MAI (ตารางที่ 1) เนื่องจาก ธุรกิจ SET ถูกจัดตั้งขึ้นเพื่อเป็นแหล่งระดมทุนระยะยาวของบริษัทที่มีขนาดใหญ่ ซึ่งมีทุนชำระแล้วหลังการออกและเสนอขายหลักทรัพย์ต่อสาธารณะชน (Initial Public Offering : IPO) ตั้งแต่มูลค่า 300 ล้านบาทขึ้นไป แต่ในขณะที่ธุรกิจ MAI

เป็นแหล่ง ระดมทุนของธุรกิจที่มีศักยภาพขนาดกลาง และเล็ก ซึ่งมีทุนชำระแล้วหลังการออกและเสนอขายหลักทรัพย์ต่อสาธารณะชน (Initial Public Offering : IPO) ตั้งแต่ 50 ล้านขึ้นไป จะแสดงให้เห็นได้ว่า ประเภทธุรกิจ SET จะมีเป้าหมายของการดำเนินธุรกิจ สูงกว่าประเภทธุรกิจ MAI ดังนั้น การที่ธุรกิจ SET มีการจัดหาแหล่งเงินทุนจากกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้น (EQUITY) จึงเป็นปัจจัยสำคัญหนึ่งที่จะนำไปสู่ความสามารถในการทำกำไรในตลาดทุนและสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่ธุรกิจ แต่ในขณะเดียวกัน ประเภทธุรกิจ MAI มีกระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมเงิน (DEBT) มากกว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยประเภทธุรกิจ SET เนื่องจาก ธุรกิจ MAI เป็นธุรกิจใหม่ที่มีทุนชำระแล้วและส่วนใหญ่ของผู้ถือหุ้นจำนวนน้อยกว่า และมีการกระจายหุ้นให้มีจำนวนผู้ถือหุ้นรายย่อยที่น้อยกว่าธุรกิจ SET ดังนั้น มุมมองของนักลงทุนส่วนใหญ่ จะพิจารณาถึงความสามารถในการทำกำไร ขนาดของกิจการ ประเภทของธุรกิจ และแนวโน้มการเติบโตในอนาคต เป็นปัจจัยระดับต้น ๆ โดยมีความเชื่อว่า ธุรกิจที่มีขนาดใหญ่จะสามารถอัตราผลตอบแทน และมีศักยภาพในความสามารถในการทำกำไรมากกว่าธุรกิจระดับกลาง และเล็ก ซึ่งสิ่งนี้จึงเป็นผลทำให้ธุรกิจ MAI จะต้องสร้างรากฐานของธุรกิจให้เจริญเติบโตในอนาคต รวมถึงสร้างความน่าเชื่อถือต่อนักลงทุน จึงทำให้ธุรกิจ MAI จำเป็นต้องพึ่งพาแหล่งเงินทุนต่าง ๆ เพื่อนำมาใช้ในการบริหารและสร้างมูลค่าเพิ่มแก่องค์กรในระยะยาว สอดคล้องกับ เซนกรูปรูตาร์ พบว่า ประเภทของกิจการ ซึ่งวัดจากสินทรัพย์รวม เป็นที่เชื่อว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่ มักจะมีความน่าเชื่อถือสูงกว่า บริษัทที่มีขนาดเล็ก โดยบริษัทขนาดใหญ่จะมีความเสี่ยงทางการตลาดที่น้อยกว่า เนื่องจาก 1) มีกระแสเงินสดที่เพียงพอต่อการบริหารธุรกิจให้เกิดสภาพคล่อง 2) ธุรกิจมีการดำเนินงานมาเป็นระยะเวลานาน ดังนั้น การสร้างความเชื่อมั่นต่อนักลงทุนย่อมดีกว่าธุรกิจที่เพิ่งเริ่มดำเนินธุรกิจ 3) ศักยภาพของการจัดหาแหล่งเงินทุนย่อมมีสิทธิสูงกว่า สิ่งเหล่านี้จึงเป็นผลต่อธุรกิจขนาดใหญ่ที่มีความน่าเชื่อถือมากขึ้น [8]

วัตถุประสงค์ที่ 2 ผลการวิจัยพบว่า กระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืม (DEBT) ไม่มีอิทธิพลเชิงบวกกับความสามารถในการทำกำไรในตลาดทุน (ROE) บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ตารางที่ 3) เนื่องจาก การดำเนินธุรกิจส่วนใหญ่ มีการจัดหาแหล่งเงินทุนจากการกู้ยืมเพื่อนำเงินที่ได้จาก

การกู้ยืมมาเป็น “เงินทุน” เพื่อขยายกิจการให้มีความเจริญเติบโตในอนาคต เพื่อสร้างความมั่นคงและมูลค่าเพิ่มสูงสุด ดังนั้น ความสามารถในการทำกำไรในตลาดทุนมักไม่เกิดขึ้นจากการกู้ยืมหรือการจัดหาแหล่งเงินทุนต่าง ๆ แต่จะเกิดขึ้นจากการที่กิจการมีความสามารถในการใช้ประโยชน์จากแหล่งเงินต่าง ๆ ให้เกิดประโยชน์ที่จะนำมาสู่ผลประโยชน์ที่ดีของกิจการ นั่นก็คือ “กำไร” (Profit) สอดคล้องกับการศึกษาของไบรอต พบว่า บริษัทที่ลงทุนในสินทรัพย์ที่มีความเกี่ยวข้องกับการดำเนินงานของบริษัทนั้นจะมีผลตอบแทนในช่วงจำหน่ายหุ้นที่ดีกว่าบริษัทที่มีได้ทำการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุน [9] และโกลด์ และ มิช กล่าวไว้ว่า เมื่อบริษัทมีเงินสดในบริษัทน้อยและมีความต้องการลงทุนผู้บริหารสามารถเลือกที่จะจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนเพื่อนำเงินสดมาลงทุนในโครงการที่ก่อให้เกิดประโยชน์แก่ผู้ถือหุ้น แต่อย่างไรก็ดีถ้าบริษัทจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนทั้งที่มีปริมาณเงินสดภายในเป็นจำนวนมากแล้วนั้น อาจเป็นเหตุจูงใจให้ผู้บริหารนำเงินสดที่ได้รับจากรายได้ไปใช้จ่ายเพื่อประโยชน์ส่วนตัว [10]

วัตถุประสงค์ที่ 3 ผลการวิจัยพบว่า กระแสเงินสดจากการออกหุ้น (EQUITY) มีอิทธิพลเชิงบวกต่อความสามารถในการทำกำไรในตลาดทุน (ROE) บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ตารางที่ 3) เนื่องจากการระดมเงินทุนจากการจัดหาแหล่งเงินทุนโดยการออกหุ้นเป็นการสร้างฐานรากของการดำเนินงานในอนาคตที่เข้มแข็ง ด้วยเพราะความเป็นไปได้ที่บริษัทจะทำการเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนเป็นปริมาณมาก เพื่อนำเงินไปลงทุนในโครงการใหญ่ ๆ ที่จะสร้างกำไรต่อไปในอนาคตทำให้นักลงทุนเกิดความเชื่อมั่นต่อผลการดำเนินงานของกิจการและตัดสินใจลงทุน เด็ทลี และ ลีวี อธิบายว่า การออกจำหน่ายหุ้นจะนำมาสู่กระแสเงินที่เป็นการเพิ่มทุนคล่องตัวและง่ายกว่า [11] [12] ซึ่งสนับสนุนงานวิจัยข้างต้นว่าการจำหน่ายหุ้นสามัญเพิ่มทุน (Seasoned Equity Offering) นั้นถือเป็นการส่งสัญญาณที่ดี ว่าบริษัทกำลังเติบโตหรือมีโครงการที่จะลงทุนในอนาคตและได้รับผลตอบแทนที่คุ้มค่าสร้างรายได้ให้บริษัทในอนาคต ทำให้นักลงทุนตอบสนองโดยการเข้ามาลงทุน ยังมีงานวิจัยอื่น ๆ ที่ได้ผลเป็นไปในทิศทางเดียวกัน [13] [14] [15] เช่น งานวิจัยของโลห์แลน แม็คคลาคลิน และคณะ และโกลด์ [16] [17] [10]

วัตถุประสงค์ที่ 4 ผลการวิจัยพบว่า กระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมเงิน (DEBT) ไม่มีอิทธิพลเชิงบวกต่อกระแสเงินสดจากการออกหุ้น (EQUITY) (ตาราง

ที่ 4) เนื่องจาก การดำเนินธุรกิจในปัจจุบัน ผู้บริหารต่างคาดหวังที่จะให้ธุรกิจของตนเองเจริญเติบโตในอนาคต แต่อย่างไรก็ดี การที่จะสร้างธุรกิจให้เจริญเติบโตในอนาคตได้นั้น สิ่งที่เป็นปัจจัยสำคัญมากที่สุด คือ “เงินทุน” ซึ่ง การจัดหาแหล่งเงินทุนสามารถจัดหาได้จาก “แหล่งเงินทุนภายใน” โดยใช้สินทรัพย์ที่กิจการมีอยู่ในการเปลี่ยนแปลงเป็นเงินทุน หรือ “แหล่งเงินทุนภายนอก” โดยการกู้ยืม หากกิจการ พิจารณานำ กระแสเงินสดที่กิจการมีอยู่มาใช้เป็นเงินทุนเพื่อขยายกิจการอาจไม่มากเพียงพอต่อการลงทุนเนื่องจากต้องใช้จำนวนที่มาก อีกทั้ง หากกิจการนำเงินทุนภายในของกิจการมาลงทุนนั้น อาจทำให้กิจการมีความเสี่ยง ที่จะทำให้กิจการขาดสภาพคล่องได้เพื่อยามที่กิจการมีความจำเป็นต้องใช้เงินทุนมาบริหาร ดังนั้น กระแสเงินสดสุทธิที่ได้จากการกู้ยืมเงินจึงเป็นปัจจัยหนึ่งที่หลาย ๆ ธุรกิจต่างพิจารณาเลือกเพื่อใช้ในการดำเนินธุรกิจให้เจริญเติบโต นอกจากนี้ กระแสเงินสดสุทธิที่ได้จากการกู้ยืมเงินเป็นปัจจัยหนึ่งที่นำมาสู่การสร้าง ความเชื่อมั่นของนักลงทุนในความสามารถของการบริหารงานที่มีประสิทธิภาพและความสามารถในการทำกำไรของธุรกิจ อย่างไรก็ตาม ถึงแม้ว่าในอนาคตธุรกิจจะประสบปัญหาการขาดสภาพคล่อง แต่อย่างน้อยธุรกิจยังมีกระแสเงินสดที่เป็นเงินทุนหมุนเวียนภายในกิจการที่สามารถนำมารักษาสภาพคล่องของธุรกิจได้อีกด้วย ถึงแม้ว่าผลการวิเคราะห์ข้อมูลงานวิจัยนี้จะแสดงค่า Adj R<sup>2</sup> ในระดับน้อยเพียงแค่ว่า ร้อยละ 9.0 ในการพยากรณ์กระแสเงินสดสุทธิจากการกู้ยืมเงิน (DEBT) มีอิทธิพลเชิงบวกต่อกระแสเงินสดจากการออกหุ้น (EQUITY) ซึ่งสอดคล้องกับ อุษณี วรพันธ์พิทักษ์กล่าวว่า ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต และผลการดำเนินงานในอนาคต [18] เช่นเดียวกับ ประยูร โดสงวน อธิบายว่ากระแสเงินสดมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคต [19]

#### ข้อเสนอแนะ

##### ข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย

จากผลการวิจัยจะแสดงให้เห็นได้ว่าตัวแปรกระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้น (EQUITY) มีอิทธิพลเชิงบวกกับความคาดหวังของนักลงทุนในตลาดหุ้น (ROE) นั้นแสดงให้เห็นได้ว่า การที่บริษัทออกหุ้นเพิ่มเติมจากหุ้นเดิมที่มีอยู่แล้วโดยบริษัทจะนำ “หุ้นเพิ่มทุน” ไปเสนอขายให้กับผู้ลงทุน แต่อย่างไรก็ตาม แม้ว่ากระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นจะ

ก่อให้เกิดประโยชน์ต่อความคาดหวังของนักลงทุน แต่วัตถุประสงค์ของการเพิ่มทุนของแต่ละกิจการย่อมแตกต่างกันออกไปตามบริบทของกิจการนั้น ๆ รวมถึงระดับและการยอมรับความเสี่ยงที่อาจจะเกิดขึ้น ดังนั้น ผลลัพธ์งานวิจัยนี้จะเป็นหลักฐานเชิงประจักษ์เบื้องต้นที่จะทำให้ผู้บริหารสามารถนำไปเป็นแนวทางในการกำหนดนโยบาย มาตรฐานต่าง ๆ เพื่อให้บริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์ สามารถใช้เป็นแนวทางในการบริหารกิจการให้มีประสิทธิภาพ เช่น กระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้นเพื่อนำไปขยายกิจการ เพื่อคาดหวังยอดขายเติบโตอาจส่งผลให้กำไรเพิ่มขึ้นในอนาคตนำไปใช้หนี้ ทำให้ค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยลด และนำไปล้างขาดทุนสะสม เพื่อให้บริษัทมีกำไรและสามารถจ่ายเงินปันผลได้ เป็นต้น

##### ข้อเสนอแนะเชิงบริหารจัดการ

กระแสเงินสดสุทธิจากการออกหุ้น เป็นภาระของผู้ถือหุ้นซึ่งคณะกรรมการและผู้บริหารจะต้องพิจารณาและมองให้รอบคอบ เพราะในบางครั้งการเพิ่มทุนอาจทำให้บริษัทได้กำไรมากกว่าเดิม กิจการสามารถขยายได้มากขึ้น สามารถสร้างอัตราผลตอบแทนที่ดีในระยะยาว แต่การพิจารณาเพียงเท่าคงอาจไม่เพียงพอต่อการบริหารจัดการของกิจการ เนื่องจาก ยิ่งลงทุนมากเท่าไร กิจการย่อมมีความเสี่ยงมากเท่านั้น ดังนั้น ผลลัพธ์งานวิจัยนี้จะเป็นข้อมูลพื้นฐานในการพิจารณา และสามารถกำหนดแนวทางการวางแผนเพื่อควบคุมความเสี่ยงให้อยู่ในระดับที่กิจการยอมรับได้ แม้ว่าความเสี่ยงกิจการจะไม่สามารถบริหารจัดการให้หมดสิ้นได้ แต่ถ้ากิจการมีระบบการบริหารจัดการความเสี่ยงที่ดีย่อมส่งผลทำให้การดำเนินงานของกิจการประสบความสำเร็จและสร้างผลตอบแทนได้ในอนาคต

##### ข้อเสนอแนะเชิงวิชาการ

1. งานวิจัยนี้ใช้การศึกษาเป็นงานวิจัยเชิงปริมาณ ดังนั้น การศึกษางานวิจัยในอนาคตควรเก็บรวบรวมข้อมูลหรือใช้ระเบียบวิธีวิจัยเชิงคุณภาพมาประยุกต์ปรับใช้กับงานวิจัยนี้ เพื่อให้ได้ผลลัพธ์งานวิจัยได้ข้อมูลเชิงลึกมากยิ่งขึ้น

2. ผลลัพธ์งานวิจัยนี้หน่วยงานที่เกี่ยวข้อง เช่น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สภาวิชาชีพบัญชี เป็นต้น สามารถนำผลการวิจัยนี้ไปเป็นแนวทางพื้นฐานในการปรับปรุงนโยบาย แนวทาง หรือมาตรฐานการรายงานทางการเงินเพื่อให้การเปิดเผยข้อมูลงบการเงินมีประโยชน์ต่อการตัดสินใจของนักลงทุนได้มากที่สุด

3. ควรมีการนำผลวิจัยนี้ไปวิเคราะห์เปรียบ

เทียบกับอุตสาหกรรมธุรกิจอื่นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อให้ทราบถึงผลแตกต่างกันอย่างไร

#### 4. เอกสารอ้างอิง

- จินตนา โลหิตหาญ. ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลการดำเนินงานความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดในอนาคตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. [วิทยานิพนธ์ปริญญาโท]. กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยศรีปทุม; 2550.
- Kim, M., and Kross, W. The ability of earnings predicts future operating cash flows has been increasing—not decreasing. Columbia: University of Missouri; 2005.
- Bradshaw, M., Richardson, S.A., Sloan, R.G. (BRS). The relation between corporate financing activities, analysts' forecasts and stock returns. *Journal of accounting and economics* 2006; 42: 53–85.
- Cohen, D. A. and Lys, T. Z.. Weighting the Evidence on the Relation between External Corporate Financing Activities, Accruals and Stock Return. *Journal of Accounting and Economics* 2006; 42: 87 – 105.
- จิราพัชร นิ่มนวล. ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย SET 100. [วิทยานิพนธ์บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต]. กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์; 2553.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. [อินเทอร์เน็ต][เข้าถึงเมื่อวันที่ 25 กุมภาพันธ์ 2563]. เข้าถึงได้จาก <http://www.set.or.th/th/index.html>.
- Black, K.. *Business statistics for contemporary decision making*. 4<sup>th</sup> ed. New York: John Wiley & Sons, Inc.; 2006.
- Sengupta, P. Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt. *The Accounting Review* 1998; 73 : 459–474.
- Pilote, E. Growth Opportunities and The Stock Price response to New Financing. *Journal of Business* 1992; 65 : 371–394.
- Guo, L., and Mech, T.S. Conditional event studies, anticipation , and asymmetric information: the case of seasoned equity issues and pre-issue information releases. *Journal of Empirical Finance* 2000; 7 : 113–141.
- Detlev Vagts. Coercion and foreign investment rearrangements. *The American Journal of International Law* 1978; 20 : 17.
- Levy. Private Corporations and Their Control. 1950; 12 : 457–916.
- Asquith, P., and David W. Equity issues and offering dilution. *Journal of Financial Economics* 1986; 15 : 61–89.
- Jung, K., Kim, Y., and Stulz, R. Timing, investment opportunities, managerial discretion and the security issue decision. *Journal of Financial Economics* 1996; 42 : 159–185.
- Myers, S.C., and Majluf, N. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics* 1984; 13 : 187 –221.
- Loughran, Tim. Ritter, Jay & Rydqvist, K. Initial Public Offerings: International Insights. *Pacific-Basin Finance Journal* 1994; 2: 165 – 199.
- McLaughlin, R., Safieddine, A., and Vasudevan G.K. The Operating Performance of Seasoned Equity Issuers: Free Cash Flow and Post-Issue Performance. *Journal of Finance* 1996; 50 : 101–122.
- อุษณี วรพันธ์พิทักษ์. ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและกำไรที่มีต่อ ราคาและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. [วิทยานิพนธ์ปริญญาโท]. กรุงเทพฯ: จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย; 2549.
- ประยูร โตสงวน. ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัทกรณีศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100. [วิทยานิพนธ์ปริญญาโท]. กรุงเทพฯ : มหาวิทยาลัยรังสิต; 2558.