

ความสัมพันธ์ของกำไรต่อหุ้นและกระแสเงินสดดำเนินงานที่มีผลกระทบต่อ เงินปันผลและราคาหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

กฤตพงศ์ วัชรานุกุล^{1*} อธิษฐ์ สกลวิชญธาดา¹ ทศพร นิมิตเดช¹ เอกศิริ มุสิกนาม¹ ณัฐวุฒิ พวงมาลี¹

ชัยนรินทร์ เขียวอรุณ¹

Received: February 28, 2025

Revised: May 28, 2025

Accepted: May 30, 2025

บทคัดย่อ

การศึกษาครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของกำไรต่อหุ้นที่ส่งผลกระทบต่อเงินปันผลและราคาหุ้น ความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดดำเนินงานส่งผลกระทบต่อเงินปันผลและราคาหุ้น และความสัมพันธ์ของเงินปันผลที่ส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) ในปี พ.ศ. 2566 กลุ่มตัวอย่างจำนวน 503 กิจการ ในการวิเคราะห์ข้อมูลใช้สถิติเชิงพรรณนา ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน และใช้สถิติการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณเพื่อทำการทดสอบสมมติฐาน

ผลการศึกษาพบว่า กำไรต่อหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับเงินปันผลและราคาหุ้น นอกจากนี้เงินปันผลยังมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหุ้น ในส่วนของกระแสเงินสดดำเนินงานไม่มีความสัมพันธ์กับเงินปันผลและราคาหุ้นแต่อย่างใด การศึกษานี้ช่วยให้นักลงทุนประเมินศักยภาพในการทำกำไรของกิจการและคาดการณ์แนวโน้มราคาหุ้นได้อย่างมีเหตุผลมากขึ้น อีกทั้งใช้เป็นแนวทางในการตัดสินใจลงทุนในหุ้นที่มีแนวโน้มจ่ายปันผลสม่ำเสมอ นอกจากนี้ช่วยให้ผู้บริหารวางกลยุทธ์เพิ่มกำไร กำหนดนโยบายปันผลที่เหมาะสมและสื่อสารกับนักลงทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพ เพื่อส่งเสริมความเชื่อมั่นและมูลค่ากิจการในระยะยาว

คำสำคัญ: กระแสเงินสดดำเนินงาน กำไรต่อหุ้น เงินปันผล ราคาหุ้น

¹ คณะศิลปศาสตร์และวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ วิทยาเขตเฉลิมพระเกียรติ จังหวัดสกลนคร

* Corresponding author Email: todsaphorn.n@gmail.com

The Relationship between Earnings Per Share and Operating Cash Flow that affects Dividends and Stock Prices

Krittapong Watcharanukul^{1*} Tibodee Sakulvichayatada¹ Todsaphorn Nimdech¹ Aeksiri Musiganam¹
Natthawut Phuangmalee¹ Chainarin Khieoarun¹

Abstract

This study aimed to investigate the relationship between earnings per share and dividends and stock prices, the relationship between operating cash flow and dividends and stock prices, and the relationship between dividends and stock prices of listed companies in the Stock Exchange of Thailand (SET) and the Market for Alternative Investment (MAI) in 2023. The sample consisted of 503 businesses. Descriptive statistics, Pearson's coefficient, and multiple regression analysis were used to analyze the data to test the hypotheses.

The results of the study found that earnings per share had a positive relationship with dividends and stock prices. In addition, dividends had a positive relationship with stock prices. Operating cash flow had no relationship with dividends and stock prices. This study helps investors assess the profit potential of a business and predict stock price trends more rationally. It can also be used as a guideline for deciding to invest in stocks that tend to pay consistent dividends. It also helps executives to develop strategies to increase profits, set appropriate dividend policies, and communicate effectively with investors to promote confidence and long-term business value.

Keywords: Dividends, Earnings Per Share, Operating Cash Flow, Stock Prices

¹ Faculty of Liberal Arts and Management Sciences, Kasetsart University Chalermphrakiat Sakon Nakhon Campus
Province

บทนำ

การประกาศใช้นโยบายภาษีศุลกากรตอบโต้ (Reciprocal Tariff) อย่างเป็นทางการของสหรัฐฯ ส่งผลกระทบต่อการลงทุนในตลาดการเงินทั่วโลก ท่ามกลางภาวะเศรษฐกิจโลกชะลอตัวดัชนี Dow Jones ปรับลดลง 3.98% ดัชนี S&P 500 ลดลง 4.84% และ Nasdaq ลดลง 5.97% ซึ่งเป็นการปรับตัวลงมากที่สุดนับตั้งแต่ช่วง COVID-19 นักลงทุนจึงกังวลต่อความไม่แน่นอนและความเสี่ยงต่อสภาพเศรษฐกิจ (เค เวลธ์, 2568) ในประเทศไทยดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) ปิดที่ 1,074.59 จุด ลดลง 50.62 จุด หรือ -4.50% ด้วยมูลค่าการซื้อขาย 66,714.48 ล้านบาท โดยนักวิเคราะห์และบริษัทหลักทรัพย์ได้ปรับลดเป้าหมายดัชนีเพื่อสะท้อนความไม่แน่นอนและความเชื่อมั่นที่ถดถอยของนักลงทุน (ไทยพีบีเอส, 2568) ต่อมาประเทศสหรัฐอเมริกาได้ชะลอการปรับขึ้นภาษีออกไป 90 วัน เปิดโอกาสให้ภาคธุรกิจเตรียมการรับมือ แต่ยังเผชิญกับความไม่แน่นอนหลังสิ้นสุดระยะเวลาผ่อนปรน ท่ามกลางสถานการณ์การค้าระหว่างประเทศที่ยังผันผวน ข้อมูลทางการบัญชีจึงมีบทบาทสำคัญในการสนับสนุนการตัดสินใจของผู้บริหารและนักลงทุน โดยต้องอาศัยข้อมูลที่ถูกต้อง ครบถ้วน และทันสมัย เพื่อใช้วิเคราะห์แนวโน้มและประเมินศักยภาพของกิจการได้อย่างแม่นยำ งบการเงินเป็นเครื่องมือสำคัญที่ช่วยประเมินความสามารถในการทำกำไร ความสามารถในการแข่งขัน และกระแสเงินสด อีกทั้งยังช่วยให้ผู้บริหารกำหนดกลยุทธ์ที่เหมาะสม เพื่อสร้างความมั่นคงและการเติบโตอย่างยั่งยืนในระยะยาว

กำไรต่อหุ้น (Earnings per Share) กระแสเงินสดดำเนินงาน (Operating Cash Flow) และการจ่ายเงินปันผล (Dividend) เป็นข้อมูลทางการบัญชีที่เป็นปัจจัยพื้นฐานที่นักลงทุนใช้ประเมินศักยภาพความสามารถในการทำกำไรรวมถึงแนวโน้มของราคาหุ้นในอนาคต และทฤษฎีตัวแทนเป็นแนวคิดที่ใช้อธิบายกลไกที่ผู้ถือหุ้นใช้ในการติดตาม ตรวจสอบ และทำความเข้าใจพฤติกรรมของผู้บริหารซึ่งทำหน้าที่ในการตัดสินใจทางด้านบริหารจัดการ ควบคุม ที่มีผลต่อผลการดำเนินงาน การจ่ายเงินปันผลและการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นได้ (ปิ่นผ้วน วัฒน วัฒนสุรณ และคณะ, 2565) นอกจากนี้ข้อมูลทางการบัญชียังเป็นสัญญาณที่สะท้อนประสิทธิภาพและความน่าเชื่อถือของฝ่ายบริหาร นักวิจัยได้นำทฤษฎีมาประยุกต์ใช้มูลค่าทางการตลาด เช่น อินทัต โกศลวิตร (2562) และอัตราการจ่ายเงินปันผล เช่น โพนมรัตน์ มหาโชติ และจิรพงษ์ จันทรวง (2565) จากงานวิจัยในอดีตสรุปได้ว่าการวิเคราะห์กำไรสุทธิและกระแสเงินสดดำเนินงานมีความสำคัญในการศึกษาพฤติกรรมของนักลงทุนและการตัดสินใจของผู้บริหารในด้านนโยบายเงินปันผลและการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ เนื่องจากเป็นเครื่องชี้วัดที่สะท้อนศักยภาพทางการเงินและความสามารถในการสร้างผลตอบแทนของกิจการได้ ในหลายงานวิจัยศึกษาแยกกันระหว่างกำไรสุทธิต่อหุ้นกับกระแสเงินสดดำเนินงานหรือบางงานวิจัยถูกใช้เป็นตัวแปรควบคุม แต่การศึกษาครั้งนี้ศึกษาถึงความสำคัญจึงนำมาศึกษาพร้อมกัน ด้วยเหตุนี้ ผู้ศึกษาจึงมีความสนใจในการศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างกำไรและกระแสเงินสดดำเนินงานที่ส่งผลกระทบต่อเงินปันผลและราคาหุ้น ตลอดจนวิเคราะห์ผลกระทบของเงินปันผลที่ส่งผลต่อราคาหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

วัตถุประสงค์ของงานวิจัย

1. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของกำไรต่อหุ้นที่ส่งผลกระทบต่อเงินปันผลและราคาหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดดำเนินงานที่ส่งผลกระทบต่อเงินปันผลและราคาหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
3. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของเงินปันผลที่ส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

ทฤษฎีตัวแทน (agency theory)

Jensen & Meckling (1976) ทฤษฎีนี้เป็นทฤษฎีที่มีรากฐานทางความคิดมาจากแนวทางด้านเศรษฐศาสตร์ทฤษฎีนี้มีสมมติฐานว่าตัวแทนซึ่งเป็นผู้ที่ได้รับมอบหมายจากตัวการ อาจแสดงพฤติกรรมที่ไม่พึงประสงค์ต่อกิจการด้วยการใช้อำนาจที่ได้รับมอบหมายเพื่อแสวงหาผลประโยชน์ให้เกิดแก่ตนเองและกลุ่มผลประโยชน์ของตัวเอง พฤติกรรมของตัวแทนในลักษณะนี้ถือเป็นการเบียดเบียนผลประโยชน์ของตัวการ โดยทฤษฎีนี้เป็นกรอบอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มคนสองกลุ่ม โดยกลุ่มแรกเรียกว่า เจ้าของหรือผู้ถือหุ้น หรือผู้จ้าง ถูกเรียกว่าตัวการ (Principle) ซึ่งเป็นผู้ยินยอมมอบทรัพยากรและสิทธิในการจัดการทรัพยากรที่ตนมีอยู่ ให้กับกลุ่มคนที่สองเรียกว่า ผู้บริหารหรือตัวแทน (Agent) ซึ่งมีหน้าที่บริหารจัดการองค์กรเพื่อให้ผู้จ้างได้รับผลตอบแทนสูงสุด เมื่อผู้ถือหุ้นไม่สามารถตัดสินใจในเรื่องต่าง ๆ ของการดำเนินงานได้ จึงจำเป็นต้องแต่งตั้งผู้บริหารที่มีอำนาจในการจัดการองค์กรเพื่อขับเคลื่อนกิจการให้มีความสำเร็จและสร้างผลตอบแทนสูงสุดแก่ผู้จ้าง ทั้งนี้ ผู้บริหารควรปฏิบัติหน้าที่อย่างมีความรับผิดชอบและมุ่งหวังให้เกิดประโยชน์ร่วมกันแก่ทั้งสองฝ่าย (เปรมารัช วิลาลัย และคณะ, 2563)

ความสัมพันธ์ระหว่างกำไรต่อหุ้นกับเงินปันผลและราคาหุ้น

กำไรต่อหุ้น (Earnings Per Share: EPS) เป็นตัวชี้วัดทางการเงินที่ใช้ประเมินผลการดำเนินงานของกิจการที่สะท้อนถึงประสิทธิภาพในการบริหารจัดการและการสร้างผลกำไร หากกิจการมีกำไรต่อหุ้นอยู่ในระดับสูงมักบ่งชี้ถึงศักยภาพในการดำเนินงานและความสามารถในการสร้างผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้น (Adam et al., 2024) อีกทั้งยังเป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลกระทบต่อแนวโน้มการจ่ายเงินปันผล เนื่องจากกิจการที่มีกำไรสุทธิมากพอจะมีโอกาสในการจ่ายเงินปันผลในระดับที่สูงขึ้นเพื่อสร้างความเชื่อมั่นแก่ผู้ถือหุ้น (Fernando, 2025) อย่างไรก็ตาม การจ่ายเงินปันผลยังขึ้นอยู่กับนโยบายและสถานะทางการเงิน โดยบางกิจการอาจเลือกเก็บกำไรไว้ลงทุนเพื่อการเติบโตในอนาคต ซึ่งทำให้ระดับการจ่ายปันผลแตกต่างกันไป งานวิจัยของ Arsal (2021) และ Hunjra et al. (2014) สะท้อนให้เห็นว่ากำไรต่อหุ้นมีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผล

นอกจากนี้กำไรต่อหุ้นยังมีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในตลาด เนื่องจากนักลงทุนสามารถใช้กำไรต่อหุ้นเป็นข้อมูลประกอบการประเมินมูลค่าหุ้นรวมถึงคาดการณ์ผลตอบแทนในอนาคต ราคาหุ้นสะท้อนทั้งผลประกอบการในปัจจุบันและความคาดหวังในอนาคต นอกจากนี้สะท้อนถึงความคาดหวังของนักลงทุนต่อปัจจัยต่าง ๆ ที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าของหุ้นในอนาคต ความผันผวนตามกลไกของอุปสงค์ อุปทาน ตลอดจนปัจจัยทางเศรษฐกิจทั้งระดับจุลภาคและมหภาค (Ningtyas and Sari, 2023) ซึ่งเป็นปัจจัยที่ส่งผลให้ราคาหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้น กำไรต่อหุ้นจึงเป็นปัจจัยที่สะท้อนผลการดำเนินงานและส่งสัญญาณให้กับนักลงทุนและผู้ถือหุ้น ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎี agency theory ที่อธิบายบทบาทของกำไรต่อหุ้นในการลดความไม่สมดุลของข้อมูลระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้น ดังนั้นในการศึกษารุ่นนี้จึงได้ตั้งสมมติฐานดังนี้

สมมติฐานที่ 1 : กำไรต่อหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับเงินปันผล

สมมติฐานที่ 2 : กำไรต่อหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหุ้น

ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดดำเนินงานกับเงินปันผลและราคาหุ้น

กระแสเงินสดดำเนินงาน (Operating Cash Flows) เป็นองค์ประกอบหนึ่งในงบกระแสเงินสดที่สะท้อนความสามารถในการสร้างเงินสดจากกิจกรรมหลัก ความสามารถในการสร้างกระแสเงินสดจากการดำเนินงานอย่างต่อเนื่องถือเป็นสัญญาณเชิงบวกที่บ่งบอกถึงความมั่นคงทางการเงินของกิจการ ซึ่งมีผลต่อการตัดสินใจลงทุนและการประเมินมูลค่าหุ้น นอกจากนี้สามารถระบุจุดแข็งและจุดอ่อนของกิจการ และเป็นสัญญาณเตือนล่วงหน้าของภาวะถดถอยในสภาพการเงินเมื่อเปรียบเทียบกับปีก่อน (Malau and Brata, 2020; Seth, 2024)

กิจการที่มีกระแสเงินสดดำเนินงานสูงมักจ่ายเงินปันผลในอัตราที่สูงกว่ากิจการที่มีกระแสเงินสดต่ำ เนื่องจากการมีเงินสดเพียงพอช่วยให้จ่ายเงินปันผลแก่ผู้ถือหุ้นได้โดยไม่กระทบต่อการดำเนินงานหลัก (วิทยากร วีรวิทยา, 2566) เมื่อกิจการสามารถสร้างกระแสเงินสดจากการดำเนินงานได้ดี ผู้บริหารมีโอกาสดำเนินการจ่ายปันผลสูงขึ้น ซึ่งช่วยเสริมสร้างความเชื่อมั่นของนักลงทุนในความสามารถในการทำกำไรและศักยภาพการเติบโตในอนาคต (อรรณวุฒิ สิงห์บุรานุรักษ์, 2565) กระแสเงินสดที่สูงขึ้นยังส่งผลต่อการตัดสินใจในนโยบายการจ่ายเงินปันผลของผู้บริหารอีกด้วย (Chumari, 2022) หากกระแสเงินสดดำเนินงานสูง ผู้บริหารมีโอกาสดำเนินการจ่ายปันผลที่สูงให้กับนักลงทุนได้ ช่วยให้นักลงทุนมั่นใจว่ากิจการมีความสามารถในการทำกำไรที่ดีและมีโอกาสเติบโตในอนาคต ซึ่งจะทำให้ราคาหุ้นของบริษัทสูงขึ้นเช่นกัน (Sari et al., 2023) อีกทั้งกระแสเงินสดดำเนินงานจำนวนมากดึงดูดความสนใจของนักลงทุน ทำให้ความต้องการซื้อหุ้นสูงขึ้นทำให้ราคาหุ้นเพิ่มขึ้น (Fatmawatie, 2023) รวมถึงส่งผลต่อความผันผวนของราคาหุ้นอีกด้วย (Al-Dhaimesh, 2021) ดังนั้นในการศึกษารุ่นนี้จึงได้ตั้งสมมติฐานดังนี้

สมมติฐานที่ 3 : กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับเงินปันผล

สมมติฐานที่ 4 : กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหุ้น

ความสัมพันธ์ระหว่างเงินปันผลกับราคาหุ้น

ความสัมพันธ์ระหว่างเงินปันผล (Dividend) กับราคาหุ้น มาจากแนวคิดที่ว่า “เงินปันผลเป็นเครื่องมือหนึ่งที่ส่งผลต่อพฤติกรรมของราคาหุ้น” ในเชิงการรับรู้ของนักลงทุน และในฐานะกลไกสะท้อนเสถียรภาพทางการเงินของกิจการ แนวคิดของ Lintner (1962) และ Gordon (1963) ได้แสดงให้เห็นว่ากิจการไม่ได้จ่ายเงินปันผลเพียงเพื่อแจกจ่ายกำไรสุทธิให้แก่ผู้ถือหุ้นเท่านั้น แต่ยังเป็นกลยุทธ์การสื่อสารไปยังกลุ่มผู้ถือหุ้นและนักลงทุน นอกจากนี้แนวคิด Dividend Signaling Hypothesis เสนอว่าการประกาศจ่ายเงินปันผลหรือการเพิ่มขึ้นของเงินปันผล อาจถูกตีความจากตลาดว่าเป็นการส่งสัญญาณว่ากิจการมีสถานะทางการเงินแข็งแกร่ง มีความสามารถในการสร้างกระแสเงินสดและมีทิศทางการดำเนินธุรกิจที่มั่นคงในอนาคตซึ่งส่งผลเชิงบวกต่อราคาหุ้น

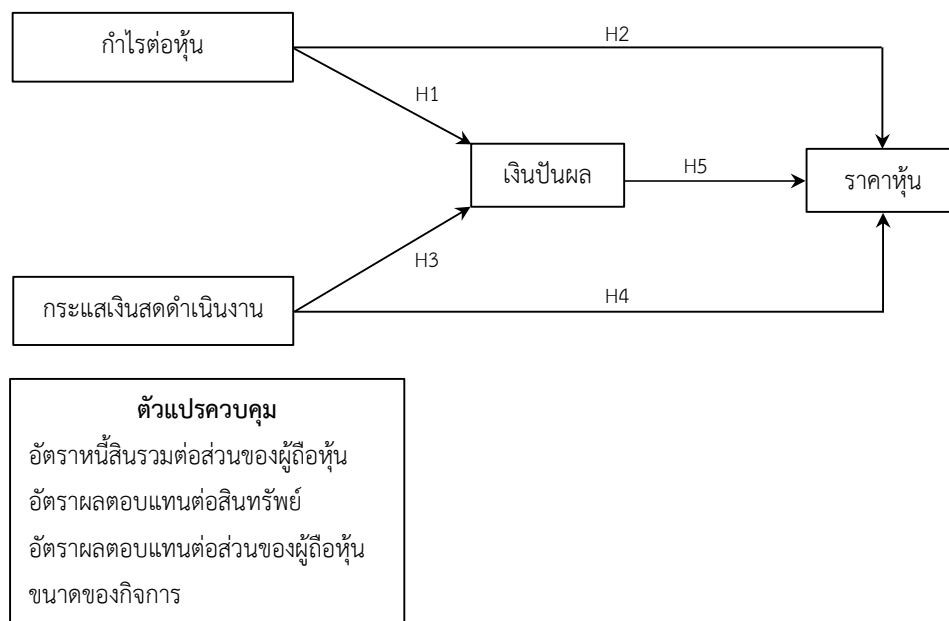
งานวิจัยของ ชมพูนุช กลิ่นชวนชื่น และ กิตติมา อัครนุพงศ์ (2562), Purnomo and Maulida (2023) และ Tran (2024) กล่าวสอดคล้องกันว่า เงินปันผลมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหุ้น ซึ่งชี้ให้เห็นว่าตลาดทุนตอบสนองในทางที่ดีต่อการจ่ายเงินปันผลที่สม่ำเสมอและเหมาะสม ในบริบทของกิจการ การศึกษาเรื่องนี้จึงมีความสำคัญเชิงกลยุทธ์เพราะผู้บริหารสามารถใช้ข้อมูลจากผลการศึกษาประกอบการตัดสินใจเกี่ยวกับนโยบายการจ่ายเงินปันผล (Dividend Policy) การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างเงินปันผลกับราคาหุ้นในครั้งนี้ ไม่ได้มุ่งหวังเพียงแค่การยืนยันสมมติฐานในเชิงสถิติเท่านั้นและมีจุดประสงค์ในเชิงลึกที่ว่าทำความเข้าใจกลไกพื้นฐานของตลาด การตอบสนองของนักลงทุนต่อเงินปันผลและราคาหุ้น และการใช้ประโยชน์จากข้อมูลเพื่อกำหนดนโยบายทางการเงินของกิจการให้มีประสิทธิภาพสูงสุด ดังนั้นในการศึกษาครั้งนี้จึงได้ตั้งสมมติฐานดังนี้

สมมติฐานที่ 5 : เงินปันผลมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหุ้น

จากการทบทวนวรรณกรรมพบว่า มีตัวแปรอื่นที่อาจส่งผลกระทบต่อเงินปันผลและราคาหุ้น นอกเหนือจากกำไรสุทธิต่อหุ้นและกระแสเงินสดดำเนินงาน ในการศึกษาครั้งนี้กำหนดตัวแปรควบคุมเพื่อเพิ่มความแม่นยำในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่สามารถสะท้อนให้เห็นถึงความเสี่ยงทางการเงิน ประสิทธิภาพของการใช้ทุนและสินทรัพย์ของกิจการ ประกอบด้วย 4 ตัวแปร ได้แก่ อัตราหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และขนาดของกิจการ ซึ่งสอดคล้องกับฮาร์วาร์ตน์ ทูลโฮส และสมใจ บุญหมื่นไวย (2562) และจอมขวัญ ศุภศิริกิจเจริญ และฟ้าวิกร อินหลวง (2568) เป็นต้น

กรอบแนวคิดการศึกษา

ในการศึกษาครั้งนี้ผู้ศึกษาได้กำหนดกรอบแนวคิดในการศึกษาไว้ ดังนี้



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดการศึกษา

ระเบียบวิธีการวิจัย

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ในการศึกษา ผู้ศึกษาเลือกบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ในปี พ.ศ. 2566 จำนวน 821 กิจการ เนื่องจากผู้ศึกษาต้องการให้ผลการศึกษารอบคลุมและสะท้อนภาพรวมตลาดทุนของประเทศไทย และทั้ง 2 กลุ่มต้องจัดทำรายงานทางการเงิน ตามที่มาตรฐานการรายงานทางการเงินที่สภาวิชาชีพบัญชีกำหนดไว้ นอกจากนี้สามารถนำไปใช้ประโยชน์ในการกำหนดแนวทางบริหารจัดการให้กว้างขึ้นได้ มีนักวิจัยที่ใช้ทั้ง 2 กลุ่ม อาทิเช่น บดินทร์เดช แก้วสีเคน และคณะ (2562) ชนิตา จันทนฤมาน และคณะ (2563) และกรกันยา เทพวิระกุล และธนิดา จิตระน้อมรัตน์ (2565) เป็นต้น ในการศึกษาครั้งนี้ไม่รวมถึงกลุ่มสถาบันการเงิน เนื่องจากมีโครงสร้างทางการเงินและลักษณะกิจการแตกต่างจากกิจการในอุตสาหกรรมอื่น กองทุนรวม อสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ เนื่องจากหลักทรัพย์มีลักษณะเป็นหน่วยทรัสต์ไม่ใช่หุ้นสามัญ บริษัทที่มีรอบปีบัญชีไม่ใช่วินาที 31 ธันวาคม บริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน และข้อมูลที่มีค่าผิดปกติ ดังนั้นกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ คิดเป็นจำนวนทั้งสิ้น 503 กิจการ ตามตารางที่ 1

ตารางที่ 1 จำนวนประชากรและกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา

บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์	จำนวนบริษัท		
	MAI	SET	รวมทั้งหมด
บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	200	621	821
หัก กลุ่มสถาบันการเงิน	-	82	82
กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์			
และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์	-	57	57
บริษัทที่มีรอบบัญชีไม่ใช่วันที่ 31 ธันวาคม	14	28	42
บริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน	70	39	109
ข้อมูลที่มีค่าผิดปกติ (Outlier)	-	28	28
กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา	116	387	503

การเก็บรวบรวมข้อมูล

การเก็บรวบรวมข้อมูลที่ใช้ในการศึกษามาจากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ ประกอบด้วยราคาหุ้น (SP) เงินปันผล (DPS) กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (OCF) กำไรต่อหุ้น (EPS) อัตราหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (TLQ) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และขนาดของกิจการ (LAsset) โดยรวบรวมจากรายงานทางการเงินสำหรับงวดปี 2566 จากเว็บไซต์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (www.set.or.th)

การวิเคราะห์ข้อมูล

ในการวิเคราะห์ข้อมูลใช้สถิติเชิงพรรณนา ได้แก่ ค่าเฉลี่ย ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เพื่อบรรยายและอธิบายลักษณะของข้อมูลที่รวบรวมมา จากนั้นทำการทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระโดยใช้ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน ต่อมาทำการทดสอบสมมติฐานโดยการวิเคราะห์ข้อมูลผ่านวิธีการถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) โดยอาศัยแบบจำลองที่กำหนดไว้ในการศึกษาดังรายละเอียดต่อไปนี้

$$DPS = \beta_0 + \beta_1 EPS + \beta_2 TLQ + \beta_3 ROA + \beta_4 ROE + \beta_5 LASSET + \varepsilon \quad \dots (1)$$

$$SP = \beta_0 + \beta_6 EPS + \beta_7 TLQ + \beta_8 ROA + \beta_9 ROE + \beta_{10} LASSET + \varepsilon \quad \dots (2)$$

$$DPS = \beta_0 + \beta_{11} OCF + \beta_{12} TLQ + \beta_{13} ROA + \beta_{14} ROE + \beta_{15} LASSET + \varepsilon \quad \dots (3)$$

$$SP = \beta_0 + \beta_{16} OCF + \beta_{17} TLQ + \beta_{18} ROA + \beta_{19} ROE + \beta_{20} LASSET + \varepsilon \quad \dots (4)$$

$$SP = \beta_0 + \beta_{21} DPS + \beta_{22} TLQ + \beta_{23} ROA + \beta_{24} ROE + \beta_{25} LASSET + \varepsilon \quad \dots (5)$$

ตารางที่ 2 ตัวแปรและการวัดค่า

ตัวแปร	สัญลักษณ์	ทิศทาง	การวัดค่าตัวแปร
ราคาหุ้น	SP	+	วัดค่าจากราคาปิดของราคาหลักทรัพย์
เงินปันผล	DPS	+	เงินปันผลจ่ายทั้งหมด/จำนวนหุ้นสามัญ (จันทร์จิรา อินทร์ไธ, 2565)
กระแสเงินสดดำเนินงาน	OCF	+	วัดค่าจากกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน
กำไรต่อหุ้น	EPS	+	กำไรสุทธิ/จำนวนหุ้นสามัญ (กัญญาพัชญ์ อรุณรัตน์ และคณะ, 2566)
อัตรานี้สินรวมต่อส่วนของผู้อถือหุ้น	TLQ	+	หนี้สินรวม/ส่วนของผู้อถือหุ้น (มนนกร เลิศคำ และคณะ, 2567)
อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์	ROA	+	กำไรสุทธิ/สินทรัพย์รวม (สุรณัย ช่วยเรือง และคณะ, 2564)
อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้อถือหุ้น	ROE	+	กำไรสุทธิ/ส่วนของผู้อถือหุ้น (ขวัญสุตา อินหล่ม และพรทิพา แสงเขียว, 2566)
ขนาดของกิจการ	LAsset	+	ลอการิทึมของสินทรัพย์รวม (สาริยา นวลถวิล, 2562)

ผลการวิจัย

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนาและผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ

การวิเคราะห์ลักษณะทั่วไปของข้อมูล โดยการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ โดยใช้วิธี Pearson Correlation เพื่อทดสอบว่าตัวแปรที่ใช้ในการศึกษามีความสัมพันธ์กันหรือไม่ ตามตารางที่ 3

ตารางที่ 3 การวิเคราะห์ด้วยสถิติเชิงพรรณนาและความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่วัดโดยวิธี Pearson Correlation

ตัวแปร	SP	DPS	OCF	EPS	TLQ	ROA	ROE	LAsset
SP	1							
DPS	0.523***	1						
OCF	0.144***	0.095**	1					
EPS	0.540***	0.794***	0.165***	1				
TLQ	-0.020	-0.036	0.052	0.078	1			
ROA	0.258***	0.228***	0.241***	-0.021	-0.285***	1		
ROE	0.137***	0.154***	0.220***	-0.002	-0.102**	0.756***	1	
LAsset	0.276***	0.272***	0.310***	0.305***	0.541***	-0.207***	-0.038	1
Min	0.17	0.10	-21849.13	-2.05	0.21	-14.96	-60.26	2.44
Max	222	2.30	382045.16	6.83	9.83	48.12	225.41	6.56
average	12.16	0.32	2264.58	0.69	1.07	8.58	11.34	3.75
SD	18.70	0.40	18733.73	0.98	1.26	6.87	14.03	0.74

*** นัยสำคัญที่ระดับ 0.01, ** นัยสำคัญที่ระดับ 0.05, * นัยสำคัญที่ระดับ 0.10

จากตารางที่ 3 การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระทั้งหมดเพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระด้วยกันมีค่าอยู่ระหว่าง -0.285–0.794 ซึ่งน้อยกว่า 0.80 จึงไม่เกิดปัญหาความสัมพันธ์กันเองของตัวแปรอิสระที่มากเกินไป (Multicollinearity) และค่า Variance Inflation Factor (VIF) อยู่ระหว่าง 1.121–2.753 ซึ่งไม่เกิน 10 (Hair et al., 2010) แสดงให้เห็นถึงตัวแปรอิสระไม่มีความสัมพันธ์กันสูงเกินไป ดังนั้นจึงสามารถนำตัวแปรอิสระทั้งหมดเข้าสู่การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณได้

โดยที่ราคาหุ้น (SP) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 12.16 บาทต่อหุ้น ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 18.70 เงินปันผล (DPS) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.32 บาทต่อหุ้น ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 0.40 กระแสเงินสดดำเนินงาน (OCF) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 2,264.58 ล้านบาท ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 18,733.73 กำไรต่อหุ้น (EPS) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.69 บาทต่อหุ้น ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 0.98 อัตราหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (TLQ) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 1.07 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 1.26 อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 8.58 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 6.87 อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 11.34 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 14.03 และขนาดของกิจการ (LAsset) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 3.75 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 0.74

ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างกำไรต่อหุ้นกับเงินปันผลและราคาหุ้น

ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ในแบบจำลองที่ (1) และแบบจำลองที่ (2)

ตัวแปร	แบบจำลองที่ (1)			แบบจำลองที่ (2)		
	เงินปันผล (DPS)			ราคาหุ้น (SP)		
	B	t-value	Sig	B	t-value	Sig
Constant	-21.309	-4.742	0.000**	-0.124	-1.791	0.074***
EPS	8.105	10.417	0.000***	0.308	24.827	0.000***
TLQ	-1.628	-2.446	0.001***	-0.038	-3.552	0.000***
ROA	0.930	5.608	0.000***	0.007	2.683	0.008***
ROE	-0.289	-3.775	0.000***	-0.003	-2.627	0.009***
LAsset	6.642	5.586	0.000***	0.066	3.480	0.001***
R Square	0.365			0.650		
Adjusted R ²	0.358			0.646		
Durbin Watson	1.858			1.607		

*** นัยสำคัญที่ระดับ 0.01, ** นัยสำคัญที่ระดับ 0.05, * นัยสำคัญที่ระดับ 0.10

จากตารางที่ 4 แสดงผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกำไรต่อหุ้นกับเงินปันผล (แบบจำลองที่ 1) พบว่า ค่า Adjusted R² อยู่ที่ 0.358 อธิบายได้ว่ากำไรต่อหุ้นสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงเงินปันผลได้ถึงร้อยละ 35.80 ส่วนที่เหลืออีกร้อยละ 64.20 เกิดจากปัจจัยอื่น ผลการศึกษาพบว่ากำไรต่อหุ้น (EPS) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) และขนาดของกิจการ (LAsset) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับเงินปันผล ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 ในขณะที่อัตราหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (TLQ) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับเงินปันผล ดังนั้นจึงสรุปได้ว่ายอมรับสมมติฐานที่ 1 ในส่วนของผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกำไรต่อหุ้นกับราคาหุ้น (แบบจำลองที่ 2) พบว่า ค่า Adjusted R² อยู่ที่ 0.646 อธิบายได้ว่ากำไรต่อหุ้นอธิบายการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นได้ถึงร้อยละ 64.60 ส่วนที่เหลืออีกร้อยละ 35.40 เกิดจากปัจจัยอื่น ผลการศึกษาพบว่า กำไรต่อหุ้น (EPS) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) และขนาดของกิจการ (LAsset) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับราคาหุ้น ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 ในขณะที่อัตราหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (TLQ) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับราคาหุ้น ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 ดังนั้นจึงสรุปได้ว่ายอมรับสมมติฐานที่ 2

ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดดำเนินงานกับเงินปันผลและราคาหุ้น

ตารางที่ 5 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ในแบบจำลองที่ (3) และแบบจำลองที่ (4)

ตัวแปร	แบบจำลองที่ (3)			แบบจำลองที่ (4)		
	เงินปันผล (DPS)			ราคาหุ้น (SP)		
	B	t-value	Sig	B	t-value	Sig
Constant	-34.158	-7.125	0.000	-0.663	-6.330	0.000
OCF	3.287E-5	0.764	0.446	-4.206E-7	-0.447	0.655
TLQ	-2.135	-2.888	0.004***	-0.060	-3.697	0.000***
ROA	1.282	7.116	0.000***	0.021	5.258	0.000***
ROE	-0.290	-3.412	0.001***	-0.003	-1.790	0.074*
LAsset	10.860	8.400	0.000***	0.242	8.562	0.000***
R Square	0.219			0.190		
Adjusted R ²	0.211			0.182		
Durbin Watson	1.712			1.744		

*** นัยสำคัญที่ระดับ 0.01, ** นัยสำคัญที่ระดับ 0.05, * นัยสำคัญที่ระดับ 0.10

จากตารางที่ 5 แสดงผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดดำเนินงานกับเงินปันผล (แบบจำลองที่ 3) พบว่าค่า Adjusted R² อยู่ที่ 0.211 อธิบายได้ว่ากระแสเงินสดดำเนินงานสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงเงินปันผลได้ถึงร้อยละ 21.10 ส่วนที่เหลืออีกร้อยละ 78.90 เกิดจากปัจจัยอื่น ผลการศึกษาพบว่า อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) และขนาดของกิจการ (LAsset) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับเงินปันผล ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 ในขณะที่อัตรานี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (TLQ) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับเงินปันผล ดังนั้นจึงสรุปได้ว่าปฏิเสธสมมติฐานที่ 3 ในส่วนของผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดดำเนินงานกับราคาหุ้น (แบบจำลองที่ 4) พบว่าค่า Adjusted R² อยู่ที่ 0.182 อธิบายได้ว่ากระแสเงินสดดำเนินงานอธิบายการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นได้เพียงร้อยละ 18.20 ส่วนที่เหลืออีกร้อยละ 81.80 เกิดจากปัจจัยอื่น ผลการศึกษาพบว่า อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) และขนาดของกิจการ (LAsset) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับราคาหุ้น ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 ในขณะนี้อัตรานี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (TLQ) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับราคาหุ้น ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับราคาหุ้น ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.10 ดังนั้นจึงสรุปได้ว่าปฏิเสธสมมติฐานที่ 4

ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างเงินปันผลกับราคาหุ้น

ตารางที่ 6 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ในแบบจำลองที่ (5)

ตัวแปร	แบบจำลองที่ (5)		
	ราคาหุ้น (SP)		
	B	t-value	Sig
Constant	-22.832	-5.239	0.0000
DPS	19.060	9.918	0.000***
TLQ	-1.065	-1.569	0.117
ROA	0.894	5.303	0.000***
ROE	-0.229	-2.950	0.003***
LAsset	6.636	5.501	0.000***
R Square	0.354		
Adjusted R ²	0.347		
Durbin Watson	1.823		

*** นัยสำคัญที่ระดับ 0.01, ** นัยสำคัญที่ระดับ 0.05, * นัยสำคัญที่ระดับ 0.10

จากตารางที่ 6 แสดงผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างเงินปันผลกับราคาหุ้น (แบบจำลองที่ 5) พบว่าค่า Adjusted R^2 อยู่ที่ 0.347 อธิบายได้ว่าเงินปันผลสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นได้ถึงร้อยละ 34.70 ส่วนที่เหลืออีกร้อยละ 65.30 เกิดจากปัจจัยอื่น ผลการศึกษาพบว่า เงินปันผล (DPS) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) และขนาดของกิจการ (LAsset) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับราคาหุ้น ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 ในขณะที่อัตราหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (TLQ) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับราคาหุ้น ดังนั้นจึงสรุปได้ว่ายอมรับสมมติฐานที่ 5

สรุปและอภิปรายผล

จากมุมมองของทฤษฎีตัวแทนแสดงให้เห็นว่ากำไรต่อหุ้นและกระแสเงินสดดำเนินงานเป็นเครื่องมือวัดศักยภาพการดำเนินงานที่มีผลในการตัดสินใจของฝ่ายบริหารในการจ่ายเงินปันผล เงินปันผลจึงเป็นกลไกในการในลดความขัดแย้งระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้น ในขณะที่ราคาหุ้นเป็นผลลัพธ์จากการประกอบกิจการและการจ่ายเงินปันผล

จากผลการศึกษาตามสมมติฐานสามารถอภิปรายผลได้ดังนี้ สมมติฐานที่ 1 ผลการศึกษาพบว่ากำไรต่อหุ้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับเงินปันผล เนื่องจากอัตราส่วนกำไรสุทธิแสดงถึงประสิทธิภาพในการดำเนินงานและความสามารถในการทำกำไร หากกิจการมีความสามารถในการทำกำไรได้มากย่อมทำให้กิจการสามารถจ่ายเงินปันผลได้สูงมากขึ้นเช่นกัน (กษิต์เดช แดงภู และธิดา จิตรีอ่อนรัตน์, 2567)

สมมติฐานที่ 2 ผลการศึกษาพบว่า กำไรต่อหุ้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับราคาหุ้น เนื่องจากกำไรต่อหุ้นนั้นเป็นตัวชี้วัดสำคัญที่สะท้อนถึงความสามารถในการทำกำไร เมื่อกิจการสามารถสร้างกำไรต่อหุ้นที่สูงและเติบโตอย่างต่อเนื่อง นักลงทุนมักมองว่าเป็นสัญญาณที่ดีในการคาดการณ์การเติบโตของกิจการในอนาคต ซึ่งทำให้ราคาหุ้นของกิจการนั้นเพิ่มขึ้นตามไปด้วย (Odendaal, 2014) นอกจากนี้ผลการดำเนินงานที่ดีผ่านรายงานทางการเงินซึ่งเป็นตัวบ่งชี้ถึงความสำเร็จในการบริหารจัดการและดึงดูดนักลงทุน เมื่อกิจการมีผลกำไรเพิ่มสูงขึ้นนักลงทุนจะมีความสนใจลงทุนมากขึ้นส่งผลให้ราคาหุ้นปรับตัวสูงขึ้นตามไปด้วย (Kemalasari & Ningsih, 2019)

สมมติฐานที่ 3 ผลการศึกษาพบว่า กระแสเงินสดดำเนินงานไม่มีอิทธิพลโดยตรงต่อการจ่ายเงินปันผลของกิจการอาจเป็นเพราะกระแสเงินสดที่เกิดจากการดำเนินงานไม่ได้เป็นปัจจัยหลักที่กำหนดว่ากิจการจะจ่ายเงินปันผลมากหรือน้อย เนื่องจากกิจการอาจเลือกนำกระแสเงินสดไปใช้ในการลงทุนที่สร้างผลตอบแทนสูงแทนการจ่ายเงินปันผล (Nuraisyah & Mubarak, 2024) สอดคล้องกับ DeAngelo et al. (2006) ได้กล่าวว่า การจ่ายเงินปันผลของกิจการไม่ได้พิจารณาเฉพาะกระแสเงินสดจากการดำเนินงานเพียงอย่างเดียว แต่ยังขึ้นอยู่กับโครงสร้างทางการเงินของกิจการ แหล่งเงินทุนภายนอกและนโยบายการบริหารเงินสดอีกด้วย

สมมติฐานที่ 4 ผลการศึกษาพบว่า กระแสเงินสดดำเนินงานไม่มีอิทธิพลโดยตรงต่อราคาหุ้นอาจเป็นเพราะตลาดที่มีประสิทธิภาพนั้นถือว่าการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ไม่ได้ขึ้นอยู่กับกระแสเงินสดดำเนินงานเพียงอย่างเดียว แต่ยังมีปัจจัยอื่นๆ ที่เข้ามาเกี่ยวข้องด้วย ซึ่งสอดคล้องกับ ปราณญาติ สถาปนรัตน์กุล และประยูร โตสงวน (2558) พบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ไม่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้นักลงทุนใช้ข้อมูลหลายด้านรวมกันในการประเมินราคาหุ้นตามแนวคิดของตลาดที่มีประสิทธิภาพ ซึ่งระบุว่าข้อมูลทุกชนิดที่เปิดเผยแล้วจะถูกสะท้อนเข้าสู่ราคาหุ้นอย่างรวดเร็ว (Qaisi, 2020)

สมมติฐานที่ 5 ผลการศึกษาพบว่า เงินปันผลมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับราคาหุ้น เนื่องจากการที่กิจการจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นเป็นการแสดงถึงความสามารถในการทำกำไรที่แข็งแกร่งและความมั่นคงทางการเงิน ซึ่งนักลงทุนมองว่าเป็นสัญญาณที่ดีและเพิ่มความมั่นใจในการลงทุน สอดคล้องกับ ธารัตน์ ทูลไธสง และสมใจ บุญมีนไวย (2562) ที่ระบุว่ากระแสเงินสดจากเงินปันผลมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ แสดงว่ากระแสเงินสดจากเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นหรือลดลงนั้นย่อมส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นหรือลดลงเช่นกัน

นอกจากนี้ผลการศึกษาของอัตราหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับเงินปันผลซึ่งอาจเกิดจากโครงสร้างเงินทุนสะท้อนระดับความเสี่ยงทางการเงินที่มีภาระหนี้ในระดับสูงทำให้แนวโน้มที่จะลดเงินปันผลที่จ่ายให้กับผู้ถือหุ้น (Ali et al., 2022) ส่วนอัตราหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับราคาหุ้น โดยเลเวอเรจที่สูงขึ้นอาจส่งผลเสียต่อประสิทธิภาพราคาหุ้น เนื่องจากการเพิ่มความเสี่ยงทางการเงินทำให้นักลงทุนอาจลังเลและราคาหุ้นลดลงในภายหลัง (Nguyen & Schubler, 2013; Kusmawati et al., 2021)

อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับกับเงินปันผล เนื่องจากการกิจการอาจมีเป้าหมายในการขยายธุรกิจ ถ้าไรที่เพิ่มขึ้นจึงถูกจัดสรรเพื่อนำไปลงทุนในสินทรัพย์ที่คาดว่าจะให้ผลตอบแทนในอนาคต ส่งผลให้กระแสเงินสดที่ใช้ในการจ่ายเงินปันผลลดลง แม้ระดับกำไรสุทธิจะปรับตัวสูงขึ้นก็ตาม (บุญฤทธิ์ เหมปราชญ์ และรพีพร เพ็ญเกษม, 2563) ส่วนอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับราคาหุ้น สอดคล้องกับจอมขวัญ ศุภศิริกิจเจริญ และฟ้าวิกร อินหลวง (2568) ที่กล่าวว่า การเพิ่มขึ้นของอัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้นส่งผลให้ราคาหุ้นปรับตัวสูงขึ้น แต่หากราคาหุ้นสูงจนผู้ลงทุนเห็นโอกาสในการทำกำไรจากส่วนต่างราคาก็อาจมีบางส่วนตัดสินใจขายหุ้น ส่งผลให้เกิดการเทขายหุ้นซึ่งอาจทำให้ราคาหุ้นปรับตัวลดลงในระยะสั้น

ข้อเสนอแนะ

ข้อเสนอแนะสำหรับการนำผลการศึกษาไปใช้

นักลงทุนสามารถใช้ผลการศึกษานี้ในการตัดสินใจลงทุน โดยคาดหวังผลตอบแทนจากการรับเงินปันผลหรือการได้รับส่วนต่างจากราคาหุ้นที่เพิ่มขึ้น ขณะเดียวกันผู้บริหารสามารถนำผลการศึกษาไปใช้ในการประเมินศักยภาพของกิจการและกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่เหมาะสม ช่วยสร้างความมั่นใจให้กับผู้ถือหุ้น อีกทั้งยังสามารถสื่อสารกับนักลงทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพและโปร่งใส นอกจากนี้ยังช่วยให้ผู้บริหารสามารถวางแผนกลยุทธ์ในการดำเนินงานได้อย่างมีเป้าหมาย นำไปสู่การพัฒนากระบวนการและการปรับปรุงให้เกิดประสิทธิภาพสูงสุดสำหรับกิจการและนักลงทุน รวมถึงหน่วยงานกำกับดูแล เช่น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) สามารถนำผลการศึกษานี้ไปใช้เป็นแนวทางในการกำหนดนโยบายและข้อบังคับ ตรวจสอบและประเมินผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ รวมถึงให้คำแนะนำเกี่ยวกับการจัดหาเงินทุน คัดกรองผู้ลงทุน และพัฒนาตลาดทุนให้มีความมั่นคงและเสถียรภาพมากยิ่งขึ้น นอกจากนี้ผู้ที่สนใจในประเด็นนี้สามารถนำผลการศึกษาไปใช้เป็นแนวทางในการศึกษาหรือขยายผลเพื่อสร้างประโยชน์ได้อย่างเต็มที่ นอกจากนี้มีประโยชน์ในเชิงวิชาการที่แสดงให้เห็นว่า กำไรสุทธิยังเป็นตัวแปรทางบัญชีที่มีความสำคัญต่อการตัดสินใจด้านเงินปันผลและราคาหุ้น อีกทั้งเป็นการยืนยันถึงความสำคัญของกำไรสุทธิเหนือกว่ากระแสเงินสดดำเนินงานในบางบริบท

ข้อเสนอแนะสำหรับการทำวิจัยครั้งต่อไป

1. ในการศึกษาครั้งต่อไปควรขยายระยะเวลาในการเก็บข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์ให้ครอบคลุมมากขึ้น เพื่อให้สามารถเห็นภาพรวมของแนวโน้มการเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นในระยะยาวที่มีผลต่อการดำเนินธุรกิจ นอกจากนี้ยังช่วยในการลดความคลาดเคลื่อนของข้อมูลที่อาจเกิดจากเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นในช่วงระยะเวลาสั้น ๆ
2. ในการศึกษาครั้งต่อไปอาจโดยเก็บข้อมูลแยกตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) ออกจากกัน เนื่องจากบริษัททั้ง 2 กลุ่ม มีลักษณะและโครงสร้างที่แตกต่างกัน หรือแยกเก็บข้อมูลเป็นรายกลุ่มอุตสาหกรรม เพราะในแต่ละประเภทอุตสาหกรรมมีโครงสร้างนโยบายทางการเงิน และระดับการแข่งขันที่แตกต่างกันซึ่งอาจส่งผลต่อผลลัพธ์ของการศึกษาได้
3. การใช้ตัวแปรอื่นในการศึกษาครั้งต่อไป ที่อาจครอบคลุมถึงปัจจัยอื่นๆ อาทิเช่น นโยบายโครงสร้างเงินทุน ความผันผวนของตลาดอัตราเงินเฟ้อ อัตราการทำกำไรของกิจการ เป็นต้น ซึ่งทำให้มีความละเอียดในการวิเคราะห์ข้อมูลที่อาจส่งผลกระทบต่อเงินปันผลและราคาหุ้น ซึ่งเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนและผู้บริหารบริษัทในการตัดสินใจทางการเงิน

รายการอ้างอิง

- กัญญพัชญ์ อรุณรัตน์, วันเพ็ญ กลิ่นพานิช, กมลทิพย์ มอริ, กัญญาภัทร์ ฝัณ้อย, กานต์วี เจียมณี, ทอฝัน ชันธศักดิ์ และ ประชนก กุลพ. (2566). อิทธิพลของการวางแผนภาษีและการบริหารกำไรที่ส่งผลต่อ มูลค่าของกิจการของ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารบัญชีปริทัศน์ มหาวิทยาลัยราชภัฏเชียงราย*, 8(2), 114-128.
- กรกัญญา เทพวีระกุล และ ธนิตา จิตรน้อมรัตน์. (2565). ความสัมพันธ์ระหว่างการทำกับดูแลกิจการที่ดีกับผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ. *วารสารสุทธิปริทัศน์*, 36(4), 37-50.
- กษิด์เดช แดงภู และ ธนิตา จิตรน้อมรัตน์ (2567). การศึกษาอัตราส่วนทางการเงินที่ส่งผลต่อการจ่ายปันผล-กรณีศึกษา บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จ่ายปันผลมาต่อเนื่อง 10 ปี. *วารสารสุทธิปริทัศน์*, 38(3), 36-46.
- ขวัญสุดา อินหล่ม และ พรทิwa แสงเขียว. (2566). อิทธิพลจากประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์และความสามารถในการทำกำไรที่ส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์และอัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารและอุตสาหกรรมทรัพยากร. *วารสารการบริหารจัดการและนวัตกรรมท้องถิ่น*, 5(7), 48-61.
- จันทร์จิรา อินทร์อุไร. (2565). นโยบายเงินปันผลและราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ. [การค้นคว้าอิสระปริญญามหาบัณฑิต]. มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช.
- จอมขวัญ ศุภศิริกิจเจริญ และ ฟ้าวิกร อินลวง. (2568). ความสัมพันธ์อัตราส่วนทางการเงินที่มีผลต่อราคาหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มธุรกิจการแพทย์. *วารสารสังคมศาสตร์ปัญญาพัฒนา*, 7(1), 251-264.
- ชนิตา จันทนถนอม, พัทธนันท์ เพชรเชิดชู และ ศิริเดช คาสุพรหม. (2563). คุณภาพของข้อมูลทางบัญชีด้านความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจและต้นทุนของเงินทุน: บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ และ ดัชนี SET 100. *วารสารการจัดการและการพัฒนา มหาวิทยาลัยราชภัฏอุบลราชธานี*, 7(2), 149-162.
- ชมพูชัช กลิ่นชวนชื่น และ กิตติมา อัครนุพงศ์. (2562). การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศจ่ายเงินปันผล ของบริษัทจดทะเบียนกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรมในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารวิชาการคณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี*, 14(1), 37-54.

- ธารารัตน์ ทูลโธสง และ สมใจ บุญหมื่นไวย. (2562). ความสัมพันธ์ระหว่างราคาตามบัญชี กำไรจากการดำเนินงาน กำไรสุทธิ กระแสเงินสดจากเงินปันผล และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อราคาหลักทรัพย์ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารบริหารธุรกิจและการบัญชี มหาวิทยาลัยขอนแก่น*, 3(1), 73-90.
- ธินทัต โกศลวิตร. (2562). การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการทำกักตุนและมูลค่าตลาดของกิจการ : กรณีศึกษาของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ. *วารสารบริหารศาสตร์ มหาวิทยาลัยอุบลราชธานี*, 8(15), 82-99.
- บดีนทร์เดช แก้วสีเคน, นารี ผากา, มัลลิกา สีหาไชย, รัตนกร ผุดผ่อง, นัชชา โยธานัก, กุลนาถ ภูธรโคตร, กิตติมา งามวิไลกร, ตติยาภรณ์ ศิริศักดิ์ากุล และ ปรัชญา งามจันทจันทร์. (2562). การศึกษาผลตอบแทนที่ปรับความเสี่ยงของหุ้นสามัญของการลงทุนในหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (mai) โดยมาตรวัด Jensen's Alpha. *วารสารศิลปศาสตร์และวิทยาการจัดการ*, 6(2), 41-48.
- บุญฤทธิ์ เหมปราษฎ์ และ รพีพร เพื่องเกษม. (2563). ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: กรณีศึกษาบริษัทในกลุ่มธุรกิจการแพทย์ของประเทศไทย. ใน *การประชุมวิชาการและนำเสนอผลงานวิจัยระดับชาติและนานาชาติ ครั้งที่ 11 Global Goals, Local Actions: Looking Back and Moving Forward 2020*. (น. 689 – 698).
- ปณณวัฒน์ วังอนุสรณ์, ศิริกุล ตูลาสมบัติ และ ภูษณิศ เทพเถกิง. (2565). ทฤษฎีตัวแทน: ความท้าทายในการบริหารงานธุรกิจในประเทศไทย. *วารสารบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยแม่โจ้*, 4(1), 1-22.
- ปราณญาดา สถาปนรัตน์กุล และ ประยูร โตสงวน. (2558). ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรที่มีต่อราคาตลาดของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ. ใน *การประชุมวิชาการและเสนอผลงานวิจัย ระดับชาติ ครั้งที่ 2 วิทยาลัยนครราชสีมา*. (หน้า 479-486).
- เปรมารัช วิลาลัย, พัทธนันท์ เพชรเชิดชู และ ศิริเดช คำสุพรหม. (2563). การจัดการกำไรผ่านการใช้จ่ายเงินในการสร้างรายการทางธุรกิจ และการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้างกับความสามารถในการทำกำไรในอนาคต. *วารสารการบัญชีและการจัดการ มหาวิทยาลัยมหาสารคาม*, 12(3), 83-96.
- ไพยมรัตน์ มหาโชติ และ จิรพงษ์ จันทรงาม. (2565). ความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานโครงสร้างคณะกรรมการบริษัทและโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับประสิทธิภาพการจ่ายเงินปันผลของกลุ่มอุตสาหกรรม อสังหาริมทรัพย์ และการก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารรัฐประศาสนศาสตร์ มหาวิทยาลัยราชภัฏสวนสุนันทา*, 5(2), 218-232.

- มนนกร เลิศคำ, ศิริรัตน์ ถึงการ, ปวีณา กัณดา, อนงค์ อินตา และ อรรรรณ เชื้อเมืองพาน. (2567). อิทธิพลของอัตราส่วนทางการเงินที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยของกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ. *วารสารบัญชีปริทัศน์ มหาวิทยาลัยราชภัฏเชียงราย*, 9(1), 98-114.
- วิทยาพร วีรวิทยา. (2566). กระแสเงินสดจากกิจกรรมงานกับการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน. *วารสารสังคมศาสตร์ เพื่อการพัฒนาท้องถิ่น มหาวิทยาลัยราชภัฏมหาสารคาม*, 7(4), 139-150.
- สาริยา นวลถวิล. (2562). อัตราส่วนทางการเงินที่ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. [การค้นคว้าอิสระปริญญามหาบัณฑิต]. มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี.
- สุนัย ช่วยเรือง, ผกาแก้ว พรหมศิริ, รัชณี ชุมนิรัตน์, มัทนชัย สุทธิพันธุ์ และ นราภรณ์ ไชยรัตน์. (2565). อิทธิพลของการจ่ายดอกเบี้ยและเงินปันผลต่อราคาหุ้น: กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารการบัญชีและการจัดการ มหาวิทยาลัยมหาสารคาม*, 14(3), 185-197.
- อรรณภูมิ สิงห์บุรณรักษ์. (2565). ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานกับการจ่ายเงินปันผลในอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน, *วารสารวิชาการ คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี*, 13(1), 68-79.
- Al-Dhaimesh, O. H. (2021). The impact of cash flow statement components on stock volatility: Evidence from Qatar. *Investment Management & Financial Innovations*, 18(2), 365.
- Ali, J., Soukaina, K., Shah, W., Khan, S., Khan, Z. U., & Tahira, Y. (2022). The impact of capital structure on dividend policy: Evidence from Pakistan. *Journal of Public Value and Administrative Insight*, 5(1), 141-152.
- Arsal, M. (2021). Impact of earnings per share and dividend per share on firm value. *ATESTASI: Jurnal Ilmiah Akuntansi*, 4(1), 11-18.
- Chumari, T. M. (2022). Relationship between cash flow and dividend payout. *Reviewed Journal International of Business Management*, 3(1), 7-12.
- DeAngelo, H., & DeAngelo, L., Stulz, R. M. (2006). Dividend policy and the earned/contributed capital mix: A test of the life-cycle theory. *Journal of Financial Economics*, 81(2), 227-254.
- Gordon, M. J. (1963). Optimal investment and financing policy. *The Journal of finance*, 18(2), 264-272.

- Fatmawatie, N. (2023). Influence of Cash Flow and Net Profit on Stock Price. *Al-Muhasib: Journal of Islamic Accounting and Finance*, 3(1), 39-54.
- Fernando, J. (2025). *Earnings Per Share (EPS): What It Is and How to Calculate*, Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/e/eps.asp>
- Hair, J.F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2010). *Multivariate Data Analysis* (7th ed.). Prentice Hall.
- Hayes, A. S., & Ben-Shmuel, A. T. (2024). Under the influence: Financial influences, economic meaning-making and the financialization of digital life. *Economy and Society*, 53(3), 478-503.
- Hayes, A. (2024, January 11). *Forward price-to-earnings (P/E): What it is, what it tells you*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/f/forwardpe.asp>
- Hunjra, A. I., Chani, D. M. I., Ijaz, M. S., & Farooq, M. (2014). The impact of macroeconomic variables on stock prices in Pakistan. *International Journal of Economics and Empirical Research*, 2(1), 13-21.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Kemalasari, A., & Ningsih, D. (2019). Pengaruh earning per share, return on equity, price earnings ratio, dan debt to equity ratio terhadap harga saham (perusahaan yang tergabung dalam indeks lq45 di bursa efek indonesia). *Jurnal Akuntansi Bareleng* 3(2), 1-11.
- Kusmawati, Y., Sunarsi, D., Sudiarto, S., & Dumilah, R. (2021). Pengaruh Net Profit Margin dan Debt to Equity Ratio terhadap Harga Saham pada PT. Arwana Citramulia, Tbk *Jurnal Neraca Peradaban*, 1(2), 100-108.
- Lintner, J. (1962). Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations. *The Review of Economics and Statistics*, 44(3), 243-269.
- Malau, B. P. S., & Brata, I. O. D. (2020). Impact of operating cash flow on stock returns. *Majalah Bisnis & IPTEK*, 13(1), 23-30.
- Meckling, W. H., & Jensen, M. C. (1976). Theory of the Firm. *Managerial behavior, agency costs and ownership structure*, 3(4), 305-360.
- Nguyen, T., & Schubler, A. (2013). Leverage, maturities of debt and stock performance. *International Journal of Banking and Finance*, 10(1), 74-93.

- Ningtyas, I. W., & Sari, D. Y. (2023). Earnings Per Share and Return on Assets as Predictors of Stock Price for Transportation Companies In Indonesia. *International Journal of Digital Entrepreneurship and Business*, 4(1), 49-57.
- Nuraisyah, N., & Mubarak, H. (2024). The Effect of Accounting Profit, Retained Earnings and Operating Cash Flow on Cash Dividends (Empirical Study on Sub-Sector Manufacturing Companies Food and Beverages Listed on The Indonesia Stock Exchange Period 2018-2022). *Jurnal Inovasi Bisnis (Inovbiz)*, 4(1), 83–87.
- Odendaal, Reon. (2014). *The Impact of Earnings Announcements on Stock Prices: An Event Study for the London Stock Exchange*. ssrn.
<https://ssrn.com/abstract=2674594>
- Purnomo, A., & Maulida, A. Z. (2023). The Effect of Dividends and Capital Gains on Underlying Assets in Green Sukuk. *Journal of Islamic Economics and Finance Studies*, 4(2), 197-213.
- Qaisi, F. A. (2020). The Impact of Operating Cash Flow on Stock Price-The Case of Publicly Held Industrial Companies in Jordan. *TEST Engineering & Management*, 83, 14779-14788.
- Sari, B. M., Espa, V., & Dosinta, N. F. (2023). Do cash flows and bank size influence stock returns?. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Ekonomi Akuntansi*, 8(4), 493-500.
- Seth, S. (2024). *Cash Flow From Operating Activities (CFO) Defined, With Formulas*, Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/c/cash-flow-from-operating-activities.asp>
- Tran, Q. T. (2024). Dividend Policy and Stock Price. *Dividend Policy pp. 99-112*.
<https://doi.org/10.1108/978-1-83797987-520241010>.