วารสารวิชาการศรีปทุม ชลบุรี
ปีที่ 22 ฉบับที่ 3 เดือนกรกฎาคม ถึง กันยายน 2569

อิทธิพลของโครงสร้างเงินทุน ประสิทธิภาพการบริหารสินทรัพย์ และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อผลตอบแทนจากการลงทุน: หลักฐานจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

THE INFLUENCE OF CAPITAL STRUCTURE, ASSET MANAGEMENT EFFICIENCY, AND OPERATING CASH FLOW ON INVESTMENT RETURNS: EVIDENCE FROM FIRMS LISTED ON THE MARKET FOR ALTERNATIVE INVESTMENT (MAI)

รมิดา คงเขตวณิช[1], **วัชธนพงศ์ ยอดราช**[*2]

Lamida Kongkadvanich[1], **Wattanapong Yodrach**[*2]

[1]สาขาวิชาการบัญชี คณะบริหารธุรกิจและเทคโนโลยีสารสนเทศ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลสุวรรณภูมิ

[*2]สาขาวิชาการบัญชี คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลรัตนโกสินทร์ บพิตรพิมุข จักรวรรดิ

[1]Department of Accounting, Faculty of Business Administration and Information Technology, Rajamangala University of Technology Suvarnabhumi

[*2]Department of Accounting, Faculty of Business Administration, Bophit Phimuk Chakkrawat Campus, Rajamangala University of Technology Rattanakosin

[*]Corresponding Author e-Mail: wattanapong.yod@rmutr.ac.th

(Received: 2026, April 10; Revised: 2026, June 6; Accepted: 2026, June 16)

บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาอิทธิพลของโครงสร้างทางการเงิน ประสิทธิภาพการบริหารสินทรัพย์ และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ โดยพิจารณาใน 2 มิติ ได้แก่ ราคาตลาดของหุ้นและอัตราเงินปันผลตอบแทน กลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ จำนวน 595 ข้อมูล คัดเลือกด้วยวิธีเลือกแบบเฉพาะเจาะจง สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล ได้แก่ ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน และการวิเคราะห์ความถดถอยพหุคูณ ด้วยวิธีนำตัวแปรเข้าทั้งหมด ผลการวิจัยพบว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ส่งผลเชิงลบต่อราคาตลาดของหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ขณะที่กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวมและต่อหนี้สินรวมส่งผล

เชิงบวกต่อราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนตัวชี้วัดด้านประสิทธิภาพการบริหารสินทรัพย์ส่วนใหญ่ไม่พบอิทธิพลต่อราคาหุ้น สำหรับอัตราเงินปันผลตอบแทน พบว่าอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ ขณะที่ตัวแปรด้านโครงสร้างทางการเงินและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญ ผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่าปัจจัยทางการเงินมีบทบาทแตกต่างกันในแต่ละมิติ โดยโครงสร้างเงินทุนและกระแสเงินสดมีความเกี่ยวข้องกับการกำหนดมูลค่าตลาดของบริษัท ขณะที่ประสิทธิภาพในการดำเนินงานมีความเกี่ยวข้องกับความสามารถในการจ่ายเงินปันผล ผลการวิจัยสามารถใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจสำหรับผู้บริหาร นักลงทุน และผู้กำหนดนโยบายในตลาดทุน

คำสำคัญ: โครงสร้างทางการเงิน; กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน; ผลตอบแทนจากการลงทุน

ABSTRACT

This study aimed to examine the influence of financial structure, asset management efficiency, and operating cash flow on the investment returns of companies listed on the Market for Alternative Investment (mai). Investment returns were examined in two dimensions: stock market price and dividend yield. The sample consisted of 595 observations from companies listed on the Market for Alternative Investment, selected through purposive sampling. Data were analyzed using descriptive statistics, including minimum, maximum, mean, standard deviation, as well as multiple regression analysis using the enter method. The results revealed that the debt-to-asset ratio had a significant negative effect on stock market price, while operating cash flow to total assets and operating cash flow to total liabilities had significant positive effects on stock market price. In contrast, asset management efficiency variables showed no significant influence on stock market price. Regarding dividend yield, total asset turnover exhibited a significant positive relationship, whereas financial structure and operating cash flow variables showed no significant relationships. The findings indicate that financial factors play different roles across dimensions of investment returns. Financial structure and operating cash flow are associated with firm market valuation, whereas operational efficiency is related to dividend-paying capability. The findings provide useful information for managers, investors, and policymakers in making decisions in the capital market.

Keywords: Financial Structure; Operating Cash Flow; Investment Returns

บทนำ

ตลาดทุนมีบทบาทสำคัญต่อการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศ เนื่องจากเป็นกลไกหลักในการระดมทุนของภาคธุรกิจและเป็นช่องทางการลงทุนของนักลงทุนทั้งในประเทศและต่างประเทศ ตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพช่วยให้เกิดการจัดสรรทรัพยากรทางเศรษฐกิจอย่างเหมาะสม ลดต้นทุนทางการเงิน และสนับสนุนการเติบโตทางเศรษฐกิจในระยะยาว (Levine, 2005, p. 870; Sahay & et al., 2015, p. 5; Durusu-Ciftci, Ispir & Yetkiner, 2017, p. 290) นอกจากนี้หลักฐานเชิงประจักษ์ในช่วงหลังยังยืนยันว่าการพัฒนาทางการเงินช่วยเพิ่มประสิทธิภาพในการจัดสรรเงินทุนและส่งเสริมการเติบโตทางเศรษฐกิจ โดยเฉพาะในประเทศกำลังพัฒนา (Mlambo, 2024, p. 1) สำหรับประเทศไทยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้จัดตั้งตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ เพื่อสนับสนุนบริษัทขนาดกลางและขนาดเล็กที่มีศักยภาพในการเติบโตให้สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพ โดยบริษัทในตลาดดังกล่าวมักมีลักษณะเฉพาะ ได้แก่ มีขนาดธุรกิจเล็กกว่า มีอัตราการเติบโตสูง และมีความเสี่ยงทางธุรกิจสูงกว่าบริษัทในตลาดหลัก จึงทำให้การวิเคราะห์ข้อมูลทางการเงินของบริษัทเหล่านี้มีความสำคัญต่อการตัดสินใจลงทุน (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, ออนไลน์, 2566)

การวิเคราะห์และประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ นักลงทุนมักใช้ข้อมูลจากงบการเงินและอัตราส่วนทางการเงินเป็นเครื่องมือสำคัญ เนื่องจากข้อมูลทางบัญชีสามารถสะท้อนฐานะทางการเงิน ประสิทธิภาพการดำเนินงาน และความสามารถในการสร้างผลตอบแทนของกิจการได้ (Penman, 2013, p. 68; White, Sondhi & Fried, 2003, p. 45) โดยเฉพาะข้อมูลด้านโครงสร้างทางการเงิน ซึ่งสะท้อนสัดส่วนของแหล่งเงินทุนระหว่างหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น และมีผลต่อความเสี่ยง ต้นทุนเงินทุน และมูลค่าของกิจการ ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนเสนอว่าการใช้หนี้สามารถสร้างประโยชน์ทางภาษีได้ แต่ในขณะเดียวกันอาจเพิ่มความเสี่ยงทางการเงินหากกิจการมีภาระหนี้สินสูงเกินไป (Modigliani & Miller, 1958, p. 261; Frank & Goyal, 2019, p. 1) งานวิจัยทั้งในต่างประเทศและประเทศไทย พบว่าโครงสร้างทางการเงินมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ (Rajan & Zingales, 1995, p. 1421; Dang, Kim & Shin, 2012, p. 465; Dang, Kim & Shin, 2014, p. 226; สิริรัตน์ โสวรรณะ และสุรีย์ โบษกรนัฏ, 2566, หน้า 289) การศึกษาที่ผ่านมายังไม่เป็นไปในทิศทางเดียวกัน บางการศึกษาพบว่าการใช้หนี้ช่วยเพิ่มมูลค่ากิจการจากประโยชน์ทางภาษี ขณะที่บางการศึกษาพบว่าระดับหนี้สินที่สูงเกินไปอาจส่งผลกระทบเชิงลบต่อมูลค่ากิจการและผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น

นอกจากโครงสร้างทางการเงินแล้ว ประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์ยังเป็นปัจจัยที่สะท้อนความสามารถของกิจการในการใช้ทรัพยากรเพื่อสร้างรายได้ โดยอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ เช่น อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม อัตราการหมุนเวียนของลูกหนี้การค้า และอัตราการหมุนเวียนของสินค้าคงเหลือ เป็นตัวชี้วัดที่ใช้ประเมินประสิทธิภาพในการดำเนินงานของกิจการ (Penman, 2013, p. 68) งานวิจัยก่อนหน้าพบว่าประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานและมูลค่าของกิจการ (Fairfield & Yohn,

2001, p. 371; Biddle, Hilary & Verdi, 2009, p. 112) และมีหลักฐานในบริบทของประเทศไทยที่สนับสนุนว่าประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์มีอิทธิพลต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียน (ขวัญสุดา อินหล่ม และพรทิวา แสงเขียว, 2566, หน้า 48) อย่างไรก็ตามระดับอิทธิพลของประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์อาจแตกต่างกันตามลักษณะธุรกิจ สภาพการแข่งขัน และสภาวะเศรษฐกิจ ส่งผลให้ผลการศึกษาในประเด็นดังกล่าวยังไม่สอดคล้องกันในทุกบริบท

อีกปัจจัยที่มีความสำคัญต่อการประเมินศักยภาพของกิจการ คือ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ซึ่งสะท้อนความสามารถในการสร้างเงินสดจากธุรกิจหลัก และมีบทบาทสำคัญต่อการประเมินคุณภาพของกำไรและมูลค่าของกิจการ (Dechow, 1994, p. 3; Sloan, 1996, p. 289) งานวิจัยทั้งในต่างประเทศและประเทศไทยพบว่ากระแสเงินสดมีความสัมพันธ์กับมูลค่าตลาดและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ (Nguyen & Nguyen, 2020, p. 97; Dang, Kim & Shin, 2012, p. 465; Dang, Kim & Shin, 2014, p. 226; กัญญาลักษณ์ สุขพันธ์ และพรรณทิพย์ อย่างกลั่น, 2565, หน้า 223; ภัชญาณีย์ ต้นใหญ่ และพรทิวา แสงเขียว, 2565, หน้า 1) บางการศึกษาพบว่ากระแสเงินสดสามารถอธิบายมูลค่ากิจการและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ดีกว่าตัวเลขกำไรทางบัญชี ขณะที่บางการศึกษาพบว่าความสัมพันธ์ดังกล่าวอาจแตกต่างกันตามลักษณะอุตสาหกรรมและสภาวะทางเศรษฐกิจ

ผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดทุนสามารถสะท้อนผ่านหลายมิติ เช่น ราคาตลาดของหุ้นและอัตราเงินปันผลตอบแทน เป็นตัวชี้วัดสำคัญที่สะท้อนทั้งมูลค่าของกิจการและผลตอบแทนที่นักลงทุนได้รับ (Fama & French, 1992, p. 427) งานวิจัยร่วมสมัยชี้ให้เห็นว่าผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้รับอิทธิพลจากปัจจัยพื้นฐานทางการเงินและโครงสร้างทางการเงินของกิจการในหลายด้าน โดยเฉพาะในตลาดเกิดใหม่ (Nguyen & Nguyen, 2020, p. 97) จากการทบทวนวรรณกรรมที่ผ่านมา พบว่างานวิจัยส่วนใหญ่มักศึกษาปัจจัยทางการเงินในลักษณะแยกส่วน และมุ่งวิเคราะห์ผลตอบแทนเพียงมิติเดียว นอกจากนี้การศึกษาส่วนใหญ่ยังให้ความสำคัญกับบริษัทขนาดใหญ่ในตลาดหลักเป็นสำคัญ ทำให้หลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับบริษัทขนาดกลางและขนาดเล็กในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ยังมีอยู่อย่างจำกัด ทั้งที่บริษัทในกลุ่มดังกล่าวมีลักษณะเฉพาะด้านขนาดธุรกิจ ศักยภาพการเติบโต และระดับความเสี่ยงที่แตกต่างจากบริษัทในตลาดหลัก ด้วยเหตุนี้การศึกษาครั้งนี้จึงมุ่งศึกษาอิทธิพลของโครงสร้างทางการเงิน ประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์ และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ โดยพิจารณาผลตอบแทนในสองมิติ ได้แก่ ราคาตลาดของหุ้นและอัตราเงินปันผลตอบแทน เพื่อขยายองค์ความรู้เกี่ยวกับอิทธิพลของปัจจัยทางการเงินต่อผลตอบแทนของผู้ลงทุน และสร้างหลักฐานเชิงประจักษ์สำหรับบริษัทขนาดกลางและขนาดเล็กในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ สามารถใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจของผู้บริหาร นักลงทุน และผู้ที่เกี่ยวข้องในตลาดทุนไทย

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

เพื่อศึกษาอิทธิพลของโครงสร้างทางการเงิน ประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์ และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อผลตอบแทนจากการลงทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

สมมติฐานของการวิจัย

โครงสร้างทางการเงินทุน สะท้อนถึงสัดส่วนของแหล่งเงินทุนระหว่างหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น มีผลต่อความเสี่ยง ต้นทุนเงินทุน และมูลค่าของกิจการ ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนเสนอว่าการใช้หนี้สามารถสร้างประโยชน์ทางภาษี แต่ในขณะเดียวกันก็เพิ่มความเสี่ยงทางการเงินหากมีระดับหนี้สินสูงเกินไป (Modigliani & Miller, 1958, p. 261; Myers, 1984, p. 575) นอกจากนี้การตัดสินใจด้านโครงสร้างเงินทุนยังมีบทบาทสำคัญต่อผลการดำเนินงานและความเสี่ยงขององค์กร (Frank & Goyal, 2019, p. 1) โดยหลักฐานเชิงประจักษ์ทั้งในอดีตและปัจจุบันยืนยันว่าระดับหนี้สินส่งผลต่อมูลค่าของบริษัทและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยเฉพาะในบริบทของตลาดเกิดใหม่ (Rajan & Zingales, 1995, p. 1421; Dang, Kim & Shin, 2014, p. 226; Al-Najjar, 2019, p. 205) สามารถกำหนดสมมติฐานของการวิจัยได้ดังนี้

H1: โครงสร้างทางการเงินมีอิทธิพลต่อราคาตลาดของหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

H4: โครงสร้างทางการเงินมีอิทธิพลต่ออัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

ประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์ สะท้อนถึงความสามารถของกิจการในการใช้ทรัพยากรเพื่อสร้างรายได้และผลกำไร โดยอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์เป็นตัวชี้วัดสำคัญในการประเมินประสิทธิภาพในการดำเนินงาน (Penman, 2013, p. 68) งานวิจัยก่อนหน้าพบว่าประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์สามารถใช้ในการคาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคต (Fairfield & Yohn, 2001, p. 371) และส่งผลต่อประสิทธิภาพในการลงทุนของบริษัท (Biddle, Hilary & Verdi, 2009, p. 112) นอกจากนี้หลักฐานเชิงประจักษ์ทั้งในประเทศไทยและต่างประเทศยังชี้ให้เห็นว่าประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์เป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์และอัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัท (ขวัญสุดา อินหล่ม และพรทิวา แสงเขียว, 2566, หน้า 48; Novy-Marx, 2013, p. 1) สามารถกำหนดสมมติฐานของการวิจัยได้ดังนี้

H2: ประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์มีอิทธิพลเชิงบวกต่อราคาตลาดของหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

H5: ประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์มีอิทธิพลเชิงบวกต่ออัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

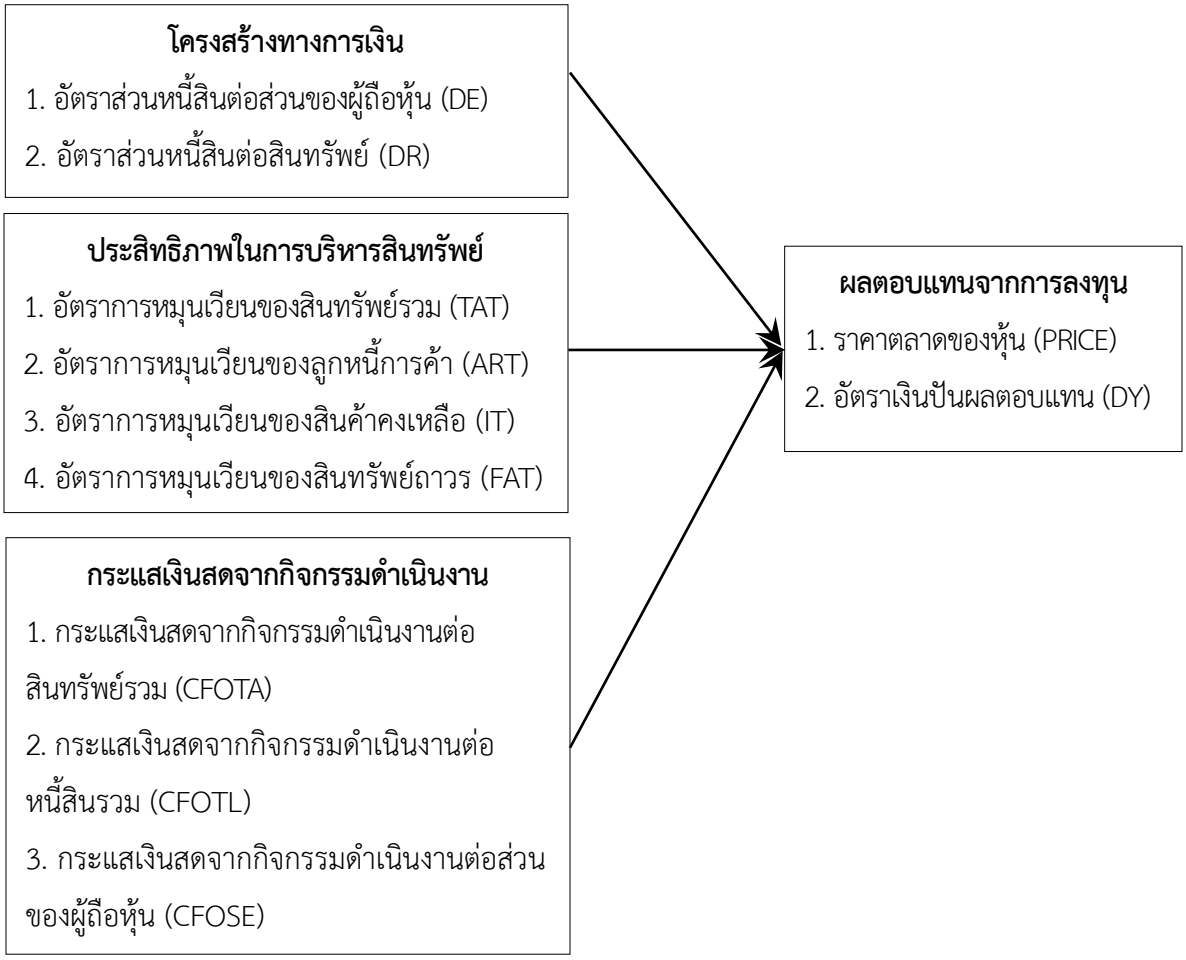
กระแสเงินสด จากกิจกรรมดำเนินงานเป็นตัวชี้วัดสำคัญที่สะท้อนความสามารถของกิจการในการสร้างเงินสดจากธุรกิจหลัก และมีบทบาทสำคัญในการประเมินคุณภาพของกำไรและมูลค่าของกิจการ (Dechow, 1994, p. 3) งานวิจัยก่อนหน้าพบว่ากระแสเงินสดส่งผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในตลาดทุน (Sloan, 1996, p. 289) และหลักฐานเชิงประจักษ์ในช่วงหลังยังยืนยันว่ากระแสเงินสดมีบทบาทสำคัญต่อมูลค่าบริษัทและผลตอบแทนของหุ้น โดยเฉพาะในบริบทของตลาดเกิดใหม่ (Nguyen & Nguyen, 2020, p. 97; Dang, Kim & Shin, 2014, p. 226) สามารถกำหนดสมมติฐานของการวิจัยได้ดังนี้

H3: กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีอิทธิพลเชิงบวกต่อราคาตลาดของหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

H6: กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีอิทธิพลเชิงบวกต่ออัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

กรอบแนวคิดในการวิจัย

กรอบแนวคิดในการวิจัยนี้พัฒนาจากแนวคิดการวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงินและทฤษฎีโครงสร้างเงินทุน เพื่ออธิบายอิทธิพลของปัจจัยทางการเงินต่อผลตอบแทนจากการลงทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ดังภาพที่ 1



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดในการวิจัย

วิธีดำเนินการวิจัย

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง เป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จำนวน 224 บริษัท โดยศึกษาข้อมูลในช่วงปี พ.ศ.2563-2567 รวมระยะเวลา 5 ปี (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, ออนไลน์, 2568) ทำการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างด้วยวิธีการแบบเฉพาะเจาะจง จากประชากรทั้งหมด โดยไม่รวมบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน จำนวน 11 บริษัท เนื่องจากมีลักษณะโครงสร้างทางการเงินและแนวปฏิบัติทางบัญชีแตกต่างจากธุรกิจในอุตสาหกรรมอื่น รวมทั้งไม่นำบริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูกิจการ และบริษัทที่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ภายหลังวันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ.2563 มาศึกษา เนื่องจากไม่มีข้อมูลทางการเงินครบถ้วนตลอดระยะเวลาศึกษา 5 ปี รวมจำนวน 84 บริษัท ภายหลังการคัดเลือกตามเกณฑ์ดังกล่าว เหลือบริษัทที่ใช้ในการศึกษา จำนวน 129 บริษัท คิดเป็นข้อมูลเบื้องต้น จำนวน 645 ข้อมูล (129 บริษัท × 5 ปี) จากนั้น

ได้ตรวจสอบความครบถ้วนของข้อมูลและตัดข้อมูลที่ไม่สมบูรณ์ออก จำนวน 50 ข้อมูล ส่งผลให้ข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์ขั้นสุดท้ายคงเหลือ จำนวน 595 ข้อมูล

เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย การศึกษาครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ โดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิจากรายงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ข้อมูลที่นำมาศึกษาประกอบด้วยตัวแปรอิสระ ตัวแปรตาม และตัวแปรควบคุม มีรายละเอียดและวิธีการวัดค่าดังแสดงในตารางที่ 1

ตารางที่ 1 การวัดค่าตัวแปร

ตัวแปร	ตัวย่อ	วิธีการวัด / สูตร	หน่วย
ตัวแปรตาม			
ผลตอบแทนจากการลงทุน			
ราคาตลาดของหุ้น	PRICE	ราคาปิด ณ วันสุดท้ายของปี	บาท
อัตราเงินปันผลตอบแทน	DY	(เงินปันผลต่อหุ้น / ราคาหุ้น) × 100	ร้อยละ
ตัวแปรอิสระ			
โครงสร้างทางการเงิน			
อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	DE	หนี้สินรวม / ส่วนของผู้ถือหุ้นรวม	เท่า
อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์	DR	หนี้สินรวม / สินทรัพย์รวม	เท่า
ประสิทธิภาพการบริหารสินทรัพย์			
อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม	TAT	ยอดขายสุทธิ / สินทรัพย์รวม	เท่า
อัตราการหมุนเวียนของลูกหนี้การค้า	ART	ยอดขายสุทธิ / ลูกหนี้การค้าเฉลี่ย	รอบ
อัตราการหมุนเวียนของสินค้าคงเหลือ	IT	ต้นทุนขาย / สินค้าคงเหลือเฉลี่ย	รอบ
อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวร	FAT	ยอดขายสุทธิ / สินทรัพย์ถาวรเฉลี่ย	เท่า

ตารางที่ 1 (ต่อ)

ตัวแปร	ตัวย่อ	วิธีการวัด / สูตร	หน่วย
กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน			
กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม	CFOTA	กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน / สินทรัพย์รวม	เท่า
กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวม	CFOTL	กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน / หนี้สินรวม	เท่า
กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	CFOSE	กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน / ส่วนของผู้ถือหุ้น	เท่า

การเก็บรวบรวมข้อมูล ใช้ข้อมูลทุติยภูมิจากแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้แก่ ฐานข้อมูล SET Market Analysis and Reporting Tool (SETSMART) ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รายงานประจำปี แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) และเว็บไซต์ของบริษัท ข้อมูลดังกล่าวเป็นข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณะและผ่านการตรวจสอบ จึงเหมาะสมสำหรับการวิเคราะห์เชิงปริมาณ ตัวแปรที่รวบรวมประกอบด้วยตัวแปรอิสระ ได้แก่ โครงสร้างทางการเงิน ประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์ และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ส่วนตัวแปรตามคือ ผลตอบแทนจากการลงทุน ซึ่งวัดจากราคาตลาดของหุ้นและอัตราเงินปันผลตอบแทน โดยครอบคลุมช่วงปี พ.ศ.2563-2567 รวมระยะเวลา 5 ปี ทั้งนี้ผู้วิจัยได้ตรวจสอบความครบถ้วนของข้อมูลและตัดข้อมูลที่ไม่สมบูรณ์ออกก่อนการวิเคราะห์ เพื่อให้ผลการศึกษามีความถูกต้องและน่าเชื่อถือมากยิ่งขึ้น

การวิเคราะห์ข้อมูล สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล ดังนี้ 1) สถิติเชิงพรรณนา ได้แก่ ค่าสูงสุด และค่าต่ำสุด ค่าเฉลี่ย ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน และ 2) สถิติอ้างอิง คือการวิเคราะห์ความถดถอยพหุคูณ ด้วยวิธีนำตัวแปรเข้าทั้งหมด (enter regression) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ .05 และ .01

การวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ ใช้เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ และใช้ตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ โดยพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ หากค่าความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระมีค่ามากกว่า .80 อาจแสดงว่าตัวแปรมีความสัมพันธ์กันในระดับสูง อาจก่อให้เกิดปัญหาพหุสหสัมพันธ์ (multicollinearity) ในการวิเคราะห์สมการถดถอย (Field, 2013, p. 325) และก่อนการวิเคราะห์ข้อมูล ได้ตรวจสอบค่าผิดปกติ (outliers) ของตัวแปรทั้งหมด พบว่าค่าที่แตกต่างจากข้อมูลส่วนใหญ่มีจำนวนเพียง

เล็กน้อย (ประมาณร้อยละ 1) และเป็นข้อมูลที่เกิดขึ้นจริงจากลักษณะการดำเนินธุรกิจของบริษัท จึงคงข้อมูลไว้ในการวิเคราะห์

เนื่องจากข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาประกอบด้วยข้อมูลรายบริษัทและรายปี จึงใช้แบบจำลองสมการถดถอยเพื่อวิเคราะห์อิทธิพลระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม ดังนี้

แบบจำลองที่ 1 ใช้ทดสอบสมมติฐาน H1-H3

$$PRICE_{it} = \beta_0 + \beta_1 DE_{it} + \beta_2 DR_{it} + \beta_3 TAT_{it} + \beta_4 ART_{it} + \beta_5 IT_{it} + \beta_6 FAT_{it} + \beta_7 CFOTA_{it} + \beta_8 CFOTL_{it} + \beta_9 CFOSE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

แบบจำลองที่ 2 ใช้ทดสอบสมมติฐาน H4-H6

$$DY_{it} = \beta_0 + \beta_1 DE_{it} + \beta_2 DR_{it} + \beta_3 TAT_{it} + \beta_4 ART_{it} + \beta_5 IT_{it} + \beta_6 FAT_{it} + \beta_7 CFOTA_{it} + \beta_8 CFOTL_{it} + \beta_9 CFOSE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

โดยที่

$PRICE_{it}$: ราคาตลาดของหุ้นของบริษัทที่ i ในปีที่ t

DY_{it} : อัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัทที่ i ในปีที่ t

β_0 : ค่าคงที่ของสมการ

$\beta_1 - \beta_9$: ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรอิสระ

ε_{it} : ค่าความคลาดเคลื่อนของสมการ

ผลการวิจัย

ตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา

Variable	Min	Max	Mean	*SD*
PRICE	0.01	62.75	3.70	6.46
DY	0.00	23.30	2.09	2.96
DE	0.00	83.92	1.20	3.80
DR	0.03	1.27	0.41	0.21
TAT	0.02	6.73	0.77	0.65

ตารางที่ 2 (ต่อ)

Variable	Min	Max	Mean	*SD*
ART	0.00	14742.29	44.83	628.14
IT	0.00	4205.91	46.30	248.12
FAT	0.04	109.33	5.94	11.14
CFOTA	-0.48	0.39	0.06	0.11
CFOTL	-5.23	2.56	0.20	0.50
CFOSE	-2.26	2.88	0.11	0.28

จากตารางที่ 2 พบว่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ มีความแตกต่างกันในด้านโครงสร้างทางการเงินและประสิทธิภาพการดำเนินงาน โดยเฉพาะตัวแปรด้านประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์ ได้แก่ ART และ IT มีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานค่อนข้างสูงเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ย สะท้อนถึงความแตกต่างของลักษณะธุรกิจในแต่ละอุตสาหกรรม อย่างไรก็ตามเมื่อตรวจสอบข้อมูลแล้วพบว่าค่าที่แตกต่างจากข้อมูลส่วนใหญ่มีจำนวนเพียงเล็กน้อยและเป็นข้อมูลที่เกิดขึ้นจริง จึงคงข้อมูลไว้ในการวิเคราะห์ นอกจากนี้ตัวแปรกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีค่าเฉลี่ยเป็นบวก แสดงให้เห็นว่าบริษัทโดยรวมสามารถสร้างกระแสเงินสดได้ ขณะที่ราคาหุ้นและอัตราเงินปันผลตอบแทนมีความแตกต่างกันในระดับหนึ่ง สะท้อนถึงความหลากหลายของผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดดังกล่าว

ตารางที่ 3 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์

Variable	DE	DR	TAT	ART	IT	FAT	CFOTA	CFOTL	CFOSE
DE	1								
DR	.392**	1							
TAT	-0.053	0.044	1						
ART	0.059	.097*	-0.037	1					
IT	-0.023	-.093*	0.001	-0.012	1				
FAT	-0.021	0.069	.171**	-0.008	0.003	1			
CFOTA	-0.066	-0.078	.266**	0.078	0.016	.090*	1		

ตารางที่ 3 (ต่อ)

Variable	DE	DR	TAT	ART	IT	FAT	CFOTA	CFOTL	CFOSE
CFOTL	-0.071	-.196**	.217**	0.01	0.054	0.035	.769**	1	
CFOSE	-.241**	0.067	.161**	.210**	-0.011	.091*	.737**	.433**	1

*p<.05, ** p<.01

จากตารางที่ 3 พบว่าตัวแปรส่วนใหญ่มีความสัมพันธ์กันในระดับต่ำถึงปานกลาง โดยค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์สูงสุดเท่ากับ .769 ซึ่งต่ำกว่าเกณฑ์ .80 ที่ใช้พิจารณาปัญหาภาวะพหุสหสัมพันธ์ (multicollinearity) ตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ได้แก่ CFOTA, CFOTL และ CFOSE มีความสัมพันธ์กันในระดับค่อนข้างสูง เนื่องจากเป็นตัวชี้วัดที่พัฒนามาจากข้อมูลกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในมิติที่แตกต่างกัน เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์การขยายตัวของความแปรปรวน (Variance Inflation Factor: VIF) พบว่ามีค่าอยู่ในเกณฑ์ที่ยอมรับได้ จึงสรุปได้ว่าไม่เกิดปัญหาภาวะพหุสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ และข้อมูลมีความเหมาะสมสำหรับการวิเคราะห์สมการถดถอยในขั้นตอนต่อไป

ตารางที่ 4 ปัจจัยที่มีผลต่อราคาตลาดของหุ้น (PRICE) และอัตราเงินปันผลตอบแทน (DY)

ตัวแปร	แบบจำลองที่ 1			แบบจำลองที่ 2		
	PRICE (β)	t	p	DY (β)	t	p
(Constant)	4.59	7.14	.00	1.67	5.46	.00
DE	-0.00	-0.01	.98	-0.02	-0.75	.45
DR	-5.11	-3.69**	.00	-0.99	-1.51	.13
TAT	0.30	0.76	.44	0.68	3.59**	.00
ART	0.00	0.19	.84	0.00	-0.80	.42
IT	-0.00	-1.52	.12	0.00	-0.84	.39
FAT	-0.02	-0.93	.35	0.00	0.26	.79
CFOTA	15.03	2.83**	.00**	4.81	1.91	.05
CFOTL	1.79	2.18*	.02*	0.37	0.96	.33
CFOSE	-1.45	-0.93	.35	-0.40	-0.54	.58

ตารางที่ 4 (ต่อ)

Variable	แบบจำลองที่ 1			แบบจำลองที่ 2		
	PRICE (β)	*t*	*p*	DY (β)	*t*	*p*
แบบจำลองที่ 1 Adjusted *R* Square=0.144, *F*=12.14**, *p*=.00, Durbin-Watson=2.09						
แบบจำลองที่ 2 Adjusted *R* Square=0.081, *F*=6.78**, *p*=.00, Durbin-Watson=1.92						

*p<.05, ** p<.01

จากตารางที่ 4 พบว่าแบบจำลองที่ 1 ใช้ราคาตลาดของหุ้น (PRICE) เป็นตัวแปรตาม และแบบจำลองที่ 2 ใช้อัตราเงินปันผลตอบแทน (DY) เป็นตัวแปรตาม มีความเหมาะสมทางสถิติ โดยแบบจำลอง PRICE มีค่า Adjusted R^2 เท่ากับ 0.144 ขณะที่แบบจำลอง DY มีค่า Adjusted R^2 เท่ากับ 0.081 และทั้งสองแบบจำลองมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 (p=.00) นอกจากนี้ค่า Durbin–Watson ของทั้งสองแบบจำลองมีค่าใกล้เคียง 2 แสดงว่าไม่พบปัญหาสหสัมพันธ์ของค่าคลาดเคลื่อน

เมื่อพิจารณาแบบจำลอง PRICE พบว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (DR) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับราคาตลาดของหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (β=-5.11, p<.00) ขณะที่กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (CFOTA) และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวม (CFOTL) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาตลาดของหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (β=15.03, p=.00 และ β=1.79, p=.02ตามลำดับ) ส่วนตัวแปรอื่นไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ส่งผลให้สมมติฐาน H1 และ H3 ได้รับการสนับสนุนเพียงบางส่วน ขณะที่สมมติฐาน H2 ไม่ได้รับการสนับสนุน

สำหรับแบบจำลอง DY พบว่าอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (TAT) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราเงินปันผลตอบแทนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (β=0.68, p<.00) ขณะที่ตัวแปรด้านประสิทธิภาพการบริหารสินทรัพย์รายการอื่นไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ จึงสามารถกล่าวได้ว่าผลการวิจัยสนับสนุนสมมติฐาน H5 เพียงบางส่วน นอกจากนี้ตัวแปรด้านโครงสร้างทางการเงินและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ส่งผลให้สมมติฐาน H4 และ H6 ไม่ได้รับการสนับสนุน

อภิปรายผล

ผลการวิจัยชี้ให้เห็นว่าปัจจัยทางการเงินมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนจากการลงทุนในหลายมิติ และไม่ได้ส่งผลในทิศทางเดียวกันทั้งหมด ช่วยเติมเต็มช่องว่างของงานวิจัยที่ผ่านมาที่มักศึกษาปัจจัยทางการเงินแยกเป็น

รายด้าน สำหรับมิติของราคาตลาดของหุ้นพบว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์มีความสัมพันธ์เชิงลบ ขณะที่กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวมและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สินรวมมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สะท้อนว่านักลงทุนให้ความสำคัญกับความสามารถในการสร้างกระแสเงินสดและระดับความเสี่ยงทางการเงินในการประเมินมูลค่ากิจการ โดยบริษัทที่มีภาระหนี้สูงมักถูกมองว่ามีความเสี่ยงเพิ่มขึ้นและส่งผลให้มูลค่าตลาดลดลง ในขณะที่บริษัทที่สามารถสร้างกระแสเงินสดได้อย่างต่อเนื่องมีแนวโน้มได้รับการประเมินมูลค่าสูงกว่า สอดคล้องกับ ทฤษฎีการแลกเปลี่ยนระหว่างผลประโยชน์และต้นทุน (Myers, 1984, p. 575; Frank & Goyal, 2019, p. 1) และทฤษฎีกระแสเงินสดอิสระ (Jensen, 1986, p. 323) รวมถึงงานวิจัยในตลาดเกิดใหม่ที่พบว่าความสามารถในการสร้างกระแสเงินสดและโครงสร้างเงินทุนเป็นปัจจัยสำคัญต่อการกำหนดมูลค่าของกิจการ (Vo & Ellis, 2017, p. 90; Dang, Kim & Shin, 2014, p. 226; Nguyen & Nguyen, 2020, p. 97; Al-Najjar & Kilincarslan, 2019, p. 205) อย่างไรก็ตามเนื่องจากตัวแปรด้านโครงสร้างทางการเงินและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานบางรายการไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ จึงสามารถกล่าวได้ว่าผลการวิจัยสนับสนุนสมมติฐาน H1 และ H3 เพียงบางส่วน

ในขณะที่ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญระหว่างประสิทธิภาพการบริหารสินทรัพย์กับราคาตลาดของหุ้น อาจสะท้อนว่าการประเมินมูลค่าหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ไม่ได้พิจารณาจากประสิทธิภาพการดำเนินงานในปัจจุบันเพียงอย่างเดียว แต่ยังขึ้นอยู่กับความคาดหวังเกี่ยวกับการเติบโตในอนาคต ภาวะตลาด และข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องกับกิจการ เนื่องจากบริษัทในตลาด เอ็ม เอ ไอ ส่วนใหญ่เป็นบริษัทขนาดกลางและขนาดเล็กที่อยู่ในช่วงขยายธุรกิจ อีกทั้งยังมีสัดส่วนนักลงทุนรายย่อยค่อนข้างสูง ทำให้ราคาหุ้นมีความผันผวนและตอบสนองต่อปัจจัยเชิงคาดการณ์มากกว่าตัวชี้วัดด้านประสิทธิภาพบางประการ ดังนั้นแม้ว่ากิจการจะมีประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์แตกต่างกัน แต่ความแตกต่างดังกล่าวอาจไม่ได้สะท้อนผ่านราคาตลาดของหุ้นอย่างชัดเจน ผลการศึกษานี้จึงไม่สนับสนุนสมมติฐาน H2 สอดคล้องกับ Fama (1970, p. 383) และ Novy-Marx (2013, p. 1) รวมถึง Hou, Xue & Zhang (2015, p. 650) ที่ชี้ให้เห็นว่าปัจจัยด้านการเติบโตและความสามารถในการสร้างผลตอบแทนในอนาคตมีบทบาทสำคัญต่อการกำหนดมูลค่าหุ้น

สำหรับอัตราเงินปันผลตอบแทน พบว่าอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สะท้อนว่าบริษัทที่สามารถใช้สินทรัพย์ได้อย่างมีประสิทธิภาพมีแนวโน้มสร้างรายได้และผลกำไรได้ดี ส่งผลให้มีศักยภาพในการจ่ายผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น สอดคล้องกับ Fama & French (2001, p. 3) และ Denis & Osobov (2008, p. 62) ที่พบว่าความสามารถในการสร้างผลกำไรเป็นปัจจัยสำคัญที่สนับสนุนการจ่ายเงินปันผล จึงสนับสนุนสมมติฐาน H5 เพียงบางส่วน

ในทางตรงกันข้ามไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญระหว่างโครงสร้างทางการเงินและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานกับอัตราเงินปันผลตอบแทน สะท้อนว่าการกำหนดนโยบายเงินปันผลของบริษัท

จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ อาจไม่ได้พิจารณาจากฐานะทางการเงินหรือความสามารถในการสร้างกระแสเงินสดในแต่ละปีเพียงอย่างเดียว แต่ยังคำนึงถึงแผนการลงทุนและเป้าหมายการเติบโตในระยะยาว เนื่องจากบริษัทจำนวนมากยังอยู่ในช่วงขยายธุรกิจและมีความจำเป็นต้องเก็บรักษาเงินทุนไว้รองรับโอกาสทางธุรกิจในอนาคต สอดคล้องกับ ทฤษฎีความไม่เกี่ยวข้องของเงินปันผลของ Miller & Modigliani (1961, p. 411) และทฤษฎีวงจรชีวิตของเงินปันผลของ DeAngelo, DeAngelo & Stulz (2006, p. 227) รวมถึง Al-Najjar & Kilincarslan (2019, p. 205) จึงไม่สนับสนุนสมมติฐาน H4 และ H6

การวิจัยสะท้อนให้เห็นว่าปัจจัยทางการเงินส่งผลต่อผลตอบแทนจากการลงทุนผ่านกลไกที่แตกต่างกัน กล่าวคือ โครงสร้างทางการเงินและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสำคัญต่อการกำหนดมูลค่าตลาดของกิจการ ขณะที่ประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์มีความเกี่ยวข้องกับความสามารถในการจ่ายเงินปันผล ผลลัพธ์ดังกล่าวสะท้อนว่าการประเมินการลงทุนในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ควรพิจารณาข้อมูลทางการเงินหลายด้านร่วมกัน รวมทั้งคำนึงถึงลักษณะเฉพาะของบริษัทขนาดกลางและขนาดเล็กในตลาดเกิดใหม่ ซึ่งมีทั้งโอกาสในการเติบโต ความผันผวนของผลการดำเนินงาน และพฤติกรรมของนักลงทุนที่แตกต่างจากบริษัทในตลาดหลัก โดยเฉพาะการมีสัดส่วนนักลงทุนรายย่อยในระดับสูง

ข้อเสนอแนะ

ข้อเสนอแนะในการนำผลการวิจัยไปใช้

1. ด้านผู้บริหารองค์กร ผู้บริหารควรให้ความสำคัญกับการบริหารโครงสร้างเงินทุน โดยควบคุมระดับหนี้สินให้อยู่ในระดับที่เหมาะสม เพื่อลดความเสี่ยงทางการเงินที่อาจส่งผลกระทบต่อมูลค่าตลาดของกิจการ พร้อมทั้งเสริมสร้างความสามารถในการสร้างกระแสเงินสดจากการดำเนินงานอย่างต่อเนื่อง เพื่อเพิ่มความเชื่อมั่นของ นักลงทุน นอกจากนี้ควรมุ่งเพิ่มประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ เพื่อสนับสนุนความสามารถในการสร้างรายได้และการจ่ายผลตอบแทนให้แก่ผู้ถือหุ้น

2. ด้านนักลงทุน นักลงทุนควรพิจารณาปัจจัยทางการเงินในหลายมิติร่วมกัน โดยให้ความสำคัญทั้งโครงสร้างเงินทุนและกระแสเงินสดในการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ รวมถึงควรพิจารณาประสิทธิภาพในการดำเนินงานของกิจการ โดยเฉพาะการใช้สินทรัพย์ เมื่อประเมินความสามารถในการจ่ายเงินปันผล ทั้งนี้เพื่อให้การตัดสินใจลงทุนมีความรอบคอบและสอดคล้องกับปัจจัยพื้นฐานของกิจการ

3. ด้านหน่วยงานกำกับดูแล หน่วยงานกำกับดูแล เช่น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ควรส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนเปิดเผยข้อมูลทางการเงินอย่างโปร่งใสและครบถ้วน โดยเฉพาะข้อมูลด้านกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพในการตัดสินใจของนักลงทุน และเสริมสร้างความเชื่อมั่นในตลาดทุนโดยรวม

ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อไป

1. เพิ่มตัวแปรควบคุมที่สำคัญ เช่น ขนาดกิจการ ความสามารถในการทำกำไร โอกาสในการเติบโต และปัจจัยด้านอุตสาหกรรม เพื่อเพิ่มอำนาจในการอธิบายของแบบจำลอง และลดปัญหาอคติจากตัวแปรตกหล่น จะช่วยให้ผลการศึกษามีความแม่นยำและน่าเชื่อถือมากยิ่งขึ้น

2. ควรขยายขอบเขตการศึกษาไปยังบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) หรือศึกษาเชิงเปรียบเทียบระหว่างตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ และตลาดหลัก เพื่อให้สามารถอธิบายความแตกต่างของโครงสร้างทางการเงินและผลตอบแทนจากการลงทุนในบริบทที่หลากหลายมากยิ่งขึ้น

3. ควรนำวิธีการวิเคราะห์ข้อมูลขั้นสูงมาใช้ เช่น แบบจำลองข้อมูลพาเนล (panel data) แบบไดนามิก หรือการพิจารณาปัจจัยภายนอก เช่น ภาวะเศรษฐกิจ เพื่อเพิ่มความถูกต้องและความน่าเชื่อถือของผลการศึกษา รวมทั้งช่วยสะท้อนความสัมพันธ์เชิงเหตุและผลได้ชัดเจนยิ่งขึ้น

บรรณานุกรม

กัญญาลักษณ์ สุขพันธ์ และพรรณทิพย์ อย่างกลั่น. (2565). ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์กับมูลค่าตามราคาตลาดของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประไทย. ***วารสารการบริหารนิติบุคคลและนวัตกรรมท้องถิ่น***, ***8***(9), หน้า 223-234.

ขวัญสุดา อินหล่ม และพรทิวา แสงเขียว. (2566). อิทธิพลจากประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์และความสามารถในการทำกำไรที่ส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์และอัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารและอุตสาหกรรมทรัพยากร. ***วารสารการบริหารจัดการและนวัตกรรมท้องถิ่น***, ***5***(7), หน้า 48-61.

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2566). ***ดัชนีราคากลุ่มอุตสาหกรรม mai*** (ออนไลน์). เข้าถึงได้จาก: https://www.set.or.th/th/market/index/mai/overview [2568, 15 พฤษภาคม].

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2568). ***รายชื่อหลักทรัพย์กรณีต่าง ๆ ภาพรวม*** (ออนไลน์). เข้าถึงได้จาก: https://www.set.or.th/th/market/information/securities-list/main?utm_source=chatgpt.com [2568, 28 มิถุนายน].

ภัชญาณีย์ ต้นใหญ่ และพรทิวา แสงเขียว. (2565). ผลกระทบของเครื่องมือทางการเงินและกระแสเงินสดต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ***Journal of Modern Learning Development***, ***7***(10), หน้า 1-15.

สิริรัตน์ โสวรรณะ และสุรีย์ โบษกรนัฏ. (2566). ผลกระทบของกระแสเงินสดและโครงสร้างเงินทุนที่มีต่อราคาหลักทรัพย์และอัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ. ***วารสารการบริหารนิติบุคคลและนวัตกรรมท้องถิ่น***, ***9***(7), หน้า 289-302.

Al-Najjar, B., & Kilincarslan, E. (2019). What do we know about the dividend puzzle?–A literature survey. ***International Journal of Managerial Finance***, ***15***(2), pp. 205-235.

Biddle, G. C., Hilary, G., & Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency?. ***Journal of accounting and economics***, ***48***(2-3), pp. 112-131.

Dang, V. A., Kim, M., & Shin, Y. (2012). Asymmetric capital structure adjustments: New evidence from dynamic panel threshold models. ***Journal of Empirical Finance***, ***19***(4), pp. 465-482.

Dang, V. A., Kim, M., & Shin, Y. (2014). Asymmetric adjustment toward optimal capital structure: Evidence from a crisis. ***International Review of Financial Analysis***, ***33***(2014), pp. 226-242.

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), pp. 227-254.

Dechow, P. M. (1994). Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: The role of accounting accruals. ***Journal of accounting and economics***, ***18***(1), pp. 3-42.

Denis, D. J., & Osobov, I. (2008). Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. ***Journal of Financial economics***, ***89***(1), pp. 62-82.

Durusu-Ciftci, D., Ispir, M. S., & Yetkiner, H. (2017). Financial development and economic growth: Some theory and more evidence. ***Journal of Policy Modeling***, ***39***(2), pp. 290–360.

Fairfield, P. M., & Yohn, T. L. (2001). Using asset turnover and profit margin to forecast changes in profitability. ***Review of accounting Studies***, ***6***(4), pp. 371-385.

Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. ***The journal of Finance***, ***25***(2), pp. 383-417.

Fama, E. F., & French, K. R. (1992). The cross-section of expected stock returns. ***Journal of Finance***, ***47***(2), pp. 427-465.

Fama, E. F., & French, K. R. (2001). Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?. ***Journal of Financial economics***, ***60***(1), pp. 3-43.

Field, A. (2013). ***Discovering statistics using IBM SPSS statistics*** (4th ed.). London: Sage.

Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). Capital structure decisions: which factors are reliably important?. ***Financial management***, ***18***(1), pp. 1-37.

Hou, K., Xue, C., & Zhang, L. (2015). Digesting anomalies: An investment approach. ***Review of financial studies***, ***28***(3), pp. 650-705.

Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. ***American economic review***, ***76***(2), pp. 323-329.

Levine, R. (2005). Finance and growth: Theory and evidence. In P. Aghion & S. Durlauf (Eds.), ***Handbook of Economic Growth*** (pp. 865-934). Amsterdam, NL: Elsevier.

Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. ***Journal of Business***, ***34***(4), pp. 411-433.

Mlambo, C. (2024). Financial development and economic growth: Evidence from low-income nations in the SADC region. ***International Journal of Financial Studies***, ***12***(3), pp.1-16.

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. ***American economic review***, ***48***(3), pp. 261-297.

Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. ***Journal of Finance***, ***39***(3), pp. 575-592.

Nguyen, H. T., & Nguyen, A. H. (2020). The impact of capital structure on firm performance: Evidence from Vietnam. ***The Journal of Asian Finance, Economics and Business***, ***7***(4), pp. 97-105.

Novy-Marx, R. (2013). The other side of value: The gross profitability premium. ***Journal of financial economics***, ***108***(1), pp. 1-28.

Penman, S. H. (2013). ***Financial statement analysis and security valuation*** (5th ed.). New York: McGraw-Hill.

Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. ***Journal of Finance***, ***50***(5), pp. 1421-1460.

Sahay, R., & et al. (2015). ***Rethinking financial deepening: Stability and growth in emerging markets***. Washington, DC: International Monetary Fund.

Sloan, R. G. (1996). Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows?. ***Accounting Review***, ***71***(3), pp. 289-315.

Vo, X. V., & Ellis, C. (2017). An empirical investigation of capital structure and firm value in Vietnam. ***Finance Research Letters***, ***22***(2017), pp. 90-94.

White, G. I., Sondhi, A. C., & Fried, D. (2003). ***The analysis and use of financial statements*** (3rd ed.). New York: John Wiley & Sons.